1290000502
IE
TCC/UNICAMP M388a

Universidade Estadual de Campinas

Instituto de Economia

Anos 90: A Inserção do Brasil no Novo Sistema Financeiro Internacional

Talita Mendes Masson

Orientador: Prof. Dr. Otaviano Canuto

CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO
INSTITUTO DE ECONOMIA
UNICAMP

Campinas, Janeiro 2001

TCC/UNICAMP
M388a
IE/502

Índice

Introdução

Capítulo I – Uma Resenha da Visão Tradicional sobre a Globalização Financeira

I.I. Conceitos

I.II. Conformação do Novo Sistema Financeiro Internacional

I.III. Breve Avaliação da Inserção da América Latina no Novo Sistema Financeiro Internacional

I.IV. Abertura Financeira da Economia Brasileira

I.V. Inserção da Economia Brasileira

Capítulo II – Análise da Conta de Capitais Brasileira

II.I. Breves Considerações

II.II. Movimentos de Capitais – Investimentos

II.III. Maiores Considerações sobre o Investimento Estrangeiro em Portfolio

II.IV. Gráficos

Capítulo II – Análise dos Investimentos Diretos Estrangeiros

III.I. A Globalização Econômica e o Investimento Direto Estrangeiro

III.II. Caracterização dos Investimentos Diretos Estrangeiros Recentes

III.III. Impactos do Atual Fluxo de Investimento Direto Estrangeiro

III.IV. Impactos da Política Macroeconômica sobre o Balanço de Pagamentos

IV. Considerações Finais

V. Bibliografia

Introdução

O retorno da economia brasileira aos circuitos internacionais nos anos 90 é qualitativamente diferente daquele ocorrido nas décadas anteriores (70 e 80). Tal afirmação pode ser feita a partir da observação das evidentes mudanças no caráter de seu endividamento. A entrada de capitais no Brasil, durante a última década, se deu principalmente via investimentos estrangeiros, se contrapondo à tendência verificada nas décadas anteriores, nas quais ocorria via empréstimos de curto ou longo prazos.

Muito tem se discursado sobre o impacto da abertura externa sobre o sistema financeiro brasileiro nos anos 90 e suas conseqüências macroeconômicas. As mudanças apresentadas pela economia brasileira são notadamente evidentes. Grande parte da literatura econômica disponível sobre o tema «Globalização e Abertura Financeira da Economia», entretanto, concentra-se na crítica da inserção brasileira neste processo. Sendo assim, a proposta deste trabalho é, em sua primeira parte, elaborar uma resenha da visão atual sobre a globalização e a abertura financeiras da economia brasileira, principalmente baseada na leitura (não exclusiva) dos textos elaborados pelos economistas da Escola de Campinas.

A predominância dos investimentos de *portfolio* nos fluxos de capitais permitiu que se salientasse o caráter essencialmente volátil e o efeito desestabilizador desses fluxos. Embora tal efeito exista e tenha sido efetivamente observado nos mercados emergentes, evidenciado pelas crises Mexicana (1995), Asiática (1997) e Brasileira (1998), a tendência, verificada a partir de 1997, é a crescente elevação do montante de recursos que entraram no país sob a forma de Investimento Direto Estrangeiro. Sendo assim, ao longo da década, ocorreu uma mudança na própria natureza dos investimentos estrangeiros. Em 1999, o montante de recursos ingressantes via IDE superou a entrada de capital via investimento em *portfolio* em US$ 8.601 milhões. E a própria magnitude do ingresso dos fluxos de capital via investimento de *portfolio* foi diminuindo substancialmente entre 1997 e 1999, passando de US$ 39.552 para US$ 18.315 milhões. A análise se torna ainda mais precisa se

considerarmos os montantes líquidos destes investimentos. Em 1999, dos US$ 18.315 milhões ingressantes via investimento em *portfolio*, US$ 16.793 retornaram, enquanto que dos US$ 26.916 milhões que entraram sob a forma de IDE, apenas US$ 1.401 retornaram. O que se verifica é que quase a totalidade de recursos que entraram via investimento em *portfolio* voltou aos seus países de origem, enquanto que os recursos ingressantes via IDE permaneceram, em grande parte, no país.

Com base em uma análise mais aprofundada das contas de capital, a segunda parte do trabalho versará sobre esta mudança, procurando investigar e explicitar sua natureza.

Por último, enfim, será realizada uma contraposição entre a literatura econômica vigente, resumida na primeira parte do trabalho, e as tendências observadas através da análise da conta de capitais, com o objetivo de identificar se houve mudanças ou não na forma de vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Capítulo I

Uma resenha da visão tradicional sobre a Globalização Financeira

I.I. Conceitos

"A globalização é, na realidade, um tema de múltiplas dimensões,
que dificultam significativamente a elaboração
conceitual ou teórica."(Gonçalves, 1998)

Definir "globalização" não é uma tarefa fácil tampouco simples. Ela seria o resultado da interação de vários processos distintos, que foram ocorrendo ao longo das décadas de 80 e 90, período no qual observou-se uma intensa internacionalização da economia, da política e da cultura. Os dois tipos mais relevantes de globalização são: a financeira e a produtiva. A principal característica da década de 90 é justamente a observância da crescente importância da esfera financeira sobre a produtiva: a órbita de geração das crises capitalistas foi deslocada da produção para o sistema financeiro. Justamente por isso torna-se importante avaliar no que consiste a "globalização financeira" e quais são as características desta nova ordem da economia internacional. Suas interpretações, entretanto, variam muito entre os autores da literatura econômica.

Para **Reinaldo Gonçalves**, cabe destacar a importância de três processos, dentre os determinantes da "globalização financeira". São eles:

1. Extraordinária expansão dos fluxos financeiros internacionais

A aceleração dos fluxos financeiros internacionais ocorreu em todas as suas formas, atingindo não só os países desenvolvidos, mas também os países em desenvolvimento, inclusive a América Latina, após ter se recuperado dos efeitos da crise da dívida de 1982.

2. Acirramento da concorrência nos mercados internacionais de capitais

Tal concorrência é manifestada pela maior disputa de transações financeiras internacionais envolvendo, de um lado, bancos, e de outro, instituições financeiras não bancárias. Ainda deve-se notar que grupos

transacionais passaram a operar nos mercados via instituições financeiras próprias. Além disso, os investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos e seguradoras) passaram a adotar estratégias de diversificação de *portfolio* em bases geográficas, atuando via instituições financeiras ou diretamente nos mercados. Por fim, deve-se observar o avanço dos "mercados emergentes", que passaram a ter centros financeiros importantes para aplicação ou intermediação de recursos, se localizando, por exemplo, em: Cingapura e Hong Kong na Ásia, São Paulo e Cidade do México na América Latina e Varsóvia e Budapeste na Europa.

3. Maior integração entre os sistemas financeiros internacionais.

O terceiro processo manifesta-se quando se verifica que uma proporção crescente de ativos financeiros emitidos por residentes está nas mãos de não residentes e vice-versa.

Assim, o que caracteriza a globalização financeira contemporânea, para Reinaldo Gonçalves, é a ocorrência simultânea destes três processos.

Já na opinião de **Ricardo Carneiro**, a nova dinâmica da economia internacional seria dada por uma liberalização financeira doméstica somada a uma mobilidade crescente de capitais no plano internacional. Tal dinâmica seria resultado da postura de três agentes principais: os investidores institucionais (responsáveis pelos fluxos de capital de *portfolio*), as empresas (responsáveis pelo IDE – Investimentos Diretos Estrangeiros) e os bancos comerciais (responsáveis pela concessão de crédito de longo prazo).

A liberalização financeira, em sua opinião, teria originado um capitalismo com menor dinamismo e maior instabilidade, quando se compara o atual período com os Anos Dourados, deslocando a órbita de geração das crises. Isto ocorreu porque a liberalização financeira possibilitou um maior grau de endividamento das famílias e das empresas com ativos intangíveis (cujos preços são extremamente variáveis). Sendo assim, o comportamento dos preços destes ativos passou a determinar a capacidade de gasto corrente (consumo e investimento) dos agentes, uma vez que compunham seu

patrimônio. A partir de então, magnitudes e intensidades das recessões dependeriam da gravidade das crises de crédito, das fontes de financiamento para o endividamento das famílias e das empresas com estes ativos.

A globalização deve ser encarada como uma nova ordem econômica internacional, onde são progressivamente eliminadas as restrições à mobilidade de capital, traduzida em aumento de transações cambiais e dos fluxos internacionais de capital.

Na opinião do autor, a crescente autonomia dos movimentos de capital vem ocorrendo diante das necessidades de financiamento de conta corrente dos países. O maior impulso à globalização foi a desoperacionalização das regras de Bretton-Woods, no final dos anos 70. O autor ainda acrescenta que um regime de livre mobilidade de capital só é compatível com um regime de taxas de câmbio flutuantes, isto se as autoridades monetárias quiserem reservar algum grau de liberdade para a política monetária.

Para **Juan Carlos Lerda**, a globalização seria a progressiva debilitação do grau de territorialidade das atividades econômicas, já que os agentes (sejam pertencentes à esfera real ou financeira) passam a desenvolver suas atividades com crescente independência dos recursos específicos de qualquer território nacional. A maior mobilidade dos fatores (especialmente do capital) permite que as hierarquias corporativas construam e substituam territórios dentro da aldeia global sem que haja perda de eficiência, competitividade ou rentabilidade. A globalização seria o resultado de um processo histórico, da aceleração dos processos de intensificação dos fluxos de comércio, investimento, capital de curto prazo e tecnologia entre os países.

Já na opinião de **Paulo Nogueira Batista Jr.**, embora haja a observância de um intenso crescimento dos fluxos internacionais de capital, os mercados financeiros estão muito longe de se tornarem um mercado unificado global. Sendo assim, a internacionalização financeira é muito mais limitada do que sugeririam as magnitudes dos fluxos brutos de capital. Embora a eliminação de controles de capital tenha ampliado as possibilidades de

movimentação do capital entre países, a maior parte dos proprietários e administradores de fundos financeiros prefere concentrar suas aplicações em mercados nacionais. O capital que se move internacionalmente somente busca ganhos temporários, e se desloca rapidamente a qualquer vislumbre de mudanças das condições conjunturais.

Dentro desta variabilidade de interpretações, o que deve estar claro é que o sistema financeiro internacional assumiu novas conformações após a ruptura de Bretton-Woods e a globalização financeira é a essência desta nova organização.

I.II. Conformação do Novo Sistema Financeiro Internacional

O sistema financeiro internacional tem sido caracterizado por três fenômenos marcantes nos últimos anos: globalização financeira, liberalização cambial e crescente vulnerabilidade externa, sendo estes dois últimos mais especificamente observados nos países em desenvolvimento.

A globalização financeira, como já vimos anteriormente, é um fenômeno que compreende, predominantemente, três dimensões:

1) uma maior integração entre os sistemas financeiros nacionais, principalmente dos países desenvolvidos e dos chamados "mercados emergentes" (categoria da qual o Brasil faz parte). Tal integração iniciou-se na década de 50, ampliou-se na década de 70 com o Euromercado e foi acelerada pela desregulamentação financeira dos anos 80;

2) um aumento da concorrência entre os bancos e instituições financeiras de diversas origens, numa maior disputa por mercados (internacionalização dos bancos);

3) uma internacionalização crescente dos serviços financeiros, ou seja, residentes de um país tem cada vez mais acesso aos serviços financeiros de outros países.

A liberalização cambial significou uma maior mobilidade de capital nas transações efetuadas entre sistemas financeiros, possibilitando livre entrada e saída do mercado de divisas e facilitando (através de decisões governamentais) o acesso de agentes internacionais ao mercado de câmbio, tanto pelo lado da oferta quanto da demanda.

A vulnerabilidade externa é caracterizada por uma baixa capacidade de resistência de uma determinada economia frente a influência de fatores desestabilizadores externos, enfim, diz respeito a fragilização desse país, observada pela redução das barreiras que colocam certo grau de proteção contra o setor externo (Gonçalves, 1996).

Todas estas transformações ocorridas na dinâmica monetária do sistema financeiro internacional tiveram como conseqüências o aumento significativo dos fluxos financeiros internacionais e mudanças em sua natureza. A partir do final dos anos 80, os capitais (inicialmente, de *portfolio*) passaram a se direcionar, em volumes cada vez maiores, para a América Latina (é importante ressaltar que os fluxos de capital e de crédito estavam temporariamente suspensos para os países latino-americanos desde 1982, por causa da crise de inadimplência desses países), estimulados por um conjunto de fatores internos e externos (Prates, 1998).

A conjuntura internacional era extremamente favorável, pois além do fenômeno de globalização financeira, desregulamentação e desintermediação financeira já mencionados, havia os seguintes condicionantes externos:

1) a economia dos países industrializados, no início da década de 90, foi marcada pela queda de crescimento do produto e nas taxas de juros (principalmente nos juros dos EUA). Esse cenário incentivou a busca, por parte dos investidores internacionais, por novos mercados que oferecessem oportunidades mais atraentes de investimento. Com isso, os "mercados

emergentes" (onde a escassez relativa do fator capital contribui para haver elevação em sua remuneração, provocando um atrativo diferencial de juros em relação aos níveis internacionais) voltaram à condição de receptores de recursos externos;

2) a tendência acentuada de busca de diversificação de investimentos, como estratégia para redução de riscos dos *portfolios* dos investidores.

Já no que diz respeito aos condicionantes internos aos países receptores, destaca-se:

1) a reestruturação macroeconômica ocorrida em alguns desses países, via implantação de programas de estabilização que, obtendo relativo êxito no combate aos processos de combate à inflação alta, reduziu o risco das aplicações nessas regiões;

2) a liberalização da conta de capital dos referidos países, com a redução das restrições à mobilidade de capitais.

Mesmo partindo dessas condições internas semelhantes entre os países emergentes, é essencial destacar que tanto a qualidade quanto a quantidade dos fluxos diferiram muito de uma região para a outra.

Resumindo, a essência do novo sistema financeiro internacional repousa sobre o papel central do dólar (após a retomada da hegemonia americana nos anos 80, via aumentos nos juros e conseqüente repatriação e atração de capitais), num regime de taxas de câmbio flutuantes e livre mobilidade de capitais. É um sistema hierarquizado, no qual o dólar é o núcleo, e a partir deste núcleo, dada a mobilidade de capitais, formam-se as taxas de juros e de câmbio dos demais países.

Sendo assim, os EUA , ao portarem a moeda reserva, o dólar, definem a taxa de juros básica do sistema. Os países centrais operam suas economias com moedas conversíveis e os países periféricos com moedas não conversíveis. A taxa de juro aumenta progressivamente do centro para a periferia, seguindo a fórmula: taxa de juros básica + risco país.

O risco país é uma variável avaliada por agências especializadas: é um prêmio por se investir em economias menos seguras. Quanto maior o risco de se investir em moedas menos seguras, maior tem que ser este prêmio.

Aí se encontra um dos problemas da globalização: as taxas de juros impostas aos países periféricos são muito elevadas, dificultando seu crescimento econômico. Sendo assim, observa-se uma brutal assimetria política, pois os países periféricos não podem renegar essa regra de formação de juros porque se o fizeram, sofrerão com fuga de capitais, desvalorização cambial e crise de confiança. (Carneiro, 1999).

I.III. Breve Avaliação da Inserção da América Latina no Novo Sistema Financeiro Internacional

A incorporação maciça da periferia no processo de globalização se deu nos anos 90, isto porque, durante os anos 80, os países periféricos submetidos à crise da dívida estavam isolados do processo de globalização. Somente a partir de 1985 inverte-se a importância dos empréstimos bancários de curto e longo prazo e dos fluxos de investimentos (IDE e *portfolio*) para a periferia: os últimos passam a predominar. Há também a perda de importância dos fluxos públicos, ou seja, há a dominância de investimentos privados em detrimento do setor público e dos bancos. A hierarquia de fluxos de capitais que se conforma até fins dos anos 90 é:

- Investimentos de *portfolio*
- IDE
- Empréstimos bancários.

O crescimento dos investimentos de *portfolio* se deveu ao aumento da desregulamentação e da estratégia de diversificação de investimentos para redução de riscos. (Carneiro, 1999)

Uma importante diferença entre a América Latina e a Ásia é que os países asiáticos contaram com suas próprias poupanças domésticas para financiar o investimento muito mais do que os países latinos, nos quais a taxa de poupança foi diminuindo ao longo do período. E o capital que se dirigia para a América Latina não era tão intensamente encaminhado para aumentar o investimento doméstico ou compensar a queda na poupança doméstica como nos países asiáticos. Isto porque os retornos para os ativos financeiros latino-americanos começaram a apresentar-se excepcionalmente altos, após muitos anos mantendo-se extremamente baixos ou até negativos. E foram nestes ativos que os investidores estrangeiros colocaram seus recursos, dada a predominância do investimento de *portfolio* nos países latino-americanos.

A grande ênfase deste investimento para os países latinos durante grande parte dos anos 90 fornece uma diferença marcante em relação à Ásia, onde o IDE foi predominante durante todo o período. Até a natureza do IDE difere entre as regiões: enquanto na América Latina tomou a forma de privatizações (o que não necessariamente compreende a formação de capital), na Ásia tomou a forma de estabelecimento de novas empresas. Tais investimentos asiáticos são muito mais direcionados para exportação do que os latino-americanos.

O problema decorrente da predominância de investimentos de *portfolio* é o caráter essencialmente volátil destes recursos, extremamente sujeitos à mudança de comportamento frente às condições externas, tais como alterações no nível das taxas de juros no mundo. Este tipo de investimento, quando predominante, confere à América Latina uma vulnerabilidade muito maior do que a Ásia. As decisões de IDE são muito mais de longo prazo do que tais investimentos, requerendo um tempo muito maior para gerar retornos. (Turner, 1995)

A principal conseqüência do aumento da conversibilidade é a maior presença de instituições financeiras estrangeiras, trazendo algum grau de substituição monetária, principalmente no caso de moedas não conversíveis como o Real.

[1] A redação de todo este item foi baseada na leitura do Capítulo "Abertura Financeira" da Tese de Livre Docência do Prof. Dr. Ricardo Carneiro, constituindo a única referência bibliográfica e refletindo a visão do autor acerca do tema.

I.IV. Abertura Financeira da Economia Brasileira[1]

Ao longo dos anos 90, a economia brasileira passou por um processo intenso de liberalização, que teve na abertura financeira uma de suas dimensões mais expressivas. Segundo Ricardo Carneiro, tal abertura engloba três dimensões interdependentes:

1. **Ampliação da Conversibilidade da Conta de Capitais**, que diz respeito à facilidade com a qual são permitidas as entradas e saídas de capitais de residentes e não residentes, para fins de investimento e empréstimo, exprimindo a mobilidade de capitais entre o país e o exterior.

2. **Substituição Monetária Parcial**, que compreende o processo através do qual a moeda doméstica vai sendo substituída pela estrangeira em operações que deveriam ser realizadas em moeda nacional.

3. **Desnacionalização da propriedade das empresas do setor financeiro**

Caracterização da Conversibilidade da Conta de Capitais

Definida como o grau de liberdade através do qual os fluxos de capitais circulam num determinado país, a conversibilidade da conta de capital pode ser representada segundo a origem do agente (residente ou não residente) e pela natureza da operação realizada (aquisição de ativos e assunção de passivos externos e internos). Com base nestas duas faces da conversibilidade, estabelece-se os quatro diferentes planos. No quadro abaixo está a classificação:

Quadro 1. Graus de abertura da Conta de Capital

	Residentes	Não-residentes
Passivos	Externos (A)	Internos (C)
Ativos	Externos (B)	Internos (D)

Plano A

O endividamento externo de residentes, embora constitua um antiga possibilidade, foi um dos planos nos quais se processaram as mudanças mais significativas. Nele, ocorreram duas modificações, que ampliaram o acesso e alteraram a forma de captação de recursos externos:

1. Modificou-se a forma de captação de bancos e grandes empresas, que deixou de se basear em empréstimos bancários sindicalizados e passou a originar-se da emissão de títulos nos mercados internacionais de capitais.

2. Modificou-se a forma de captação de recursos diretamente pelas empresas: o endividamento por renda fixa diversificou-se substantivamente em termos de instrumentos, moedas e prazos. A grande novidade esteve vinculada às novas possibilidades de captação por meio de títulos de renda variável, que

constituem recibos que representam ações ou outros valores mobiliários adquiridos e mantidos sob custódia no mercado doméstico e negociados nos mercados externos (americanos, principalmente).

Resumindo, criou-se a possibilidade de captação por meio de títulos de renda variável e emissão de títulos nos mercados internacionais de capital.

Plano B

A aquisição de ativos no exterior por residentes sofreu drásticas modificações, por meio de dois instrumentos:

1. Fundos de Investimento Estrangeiro (FIEs), que permitem ao residente investir no exterior em títulos da dívida brasileira, através da compra de cotas de fundos de investimentos constituídos no país.

2. A CC-5, que é a principal forma de expatriação legal e ilegal de capitais. Originalmente, a CC-5 era uma conta na qual os não-residentes depositavam seus recursos, que eram movimentados sem controle do Banco Central. Em 1992, foi permitido o acesso de residentes ao mercado cambial. Em 1996, liberou-se o acesso a CC-5 para os residentes, e também dispensou-se a exigência de documentos para repatriação de recursos e para a constituição de disponibilidades no exterior, por parte da pessoa física ou jurídica residente. E através desta conta, pelo fato de não sofrer o controle do Banco Central, que saem os recursos durante as crises cambiais.

Enfim, praticamente houve a eliminação das restrições ao investimento de residentes no exterior, restando apenas restrições operacionais, tais como o elevado custo de transação da CC-5 ou o direcionamento exclusivo dos recursos dos FIEs para os títulos da dívida brasileira.

Plano C

No que se refere ao endividamento interno de não residentes, a legislação brasileira ainda é bastante restritiva. Para se ter acesso ao sistema de crédito doméstico, é necessário ser empresa constituída no território nacional, mesmo que a propriedade seja estrangeira, o que impede que instituições financeiras de não-residentes operem alavancadas em mercados de títulos e imóveis, alimentando bolhas especulativas.

Plano D

Houve substanciais mudanças no acesso de investidores estrangeiros ao mercado brasileiro de ativos reais e financeiros. Considerando as duas formas de investimento estrangeiro – direto e de *portfolio*:

1. Foram criados dois instrumentos específicos para o investimento de *portfolio*: os anexos e os fundos vieram a se juntar com a CC-5 (conta de não residentes). Pelos anexos entram os recursos direcionados para a compra de ações no mercado secundário; os fundos possuem diversas finalidades específicas (renda fixa, privatização, empresas emergentes, investimento imobiliário...); já a CC-5 caracteriza-se pela ausência de direcionamento.

   Na prática, apenas dois tipos de investimento prosperaram: o Anexo IV (forma preferida de participação dos investidores institucionais no mercado acionário local) e a CC-5 (instrumento de repatriação provisória de capitais de residentes oriundos de paraísos fiscais, principalmente).

   Dado o caráter essencialmente volátil e de curto prazo dos investimentos de *portfolio* e a ausência de exigência quanto ao período de permanência mínima, o governo brasileiro procurou utilizar o IOF para estimular ou inibir a entrada de capital, de acordo com as tendências dos fluxos.

2. As mudanças relativas ao IDE foram significativas ao longo da década. A abertura de novos setores ao investimento direto estrangeiro, tais como os resultantes da privatização, queda da reserva do mercado de informática, permissão para registro de patente no setor bioquímico, foi uma mudança significativa. Outras alterações substanciais dizem respeito à remessa de lucros: suprimiu-se a proibição da remessa de *royalties* por marcas e patentes e diminui-se a tributação sobre a remessa de lucros.

Evolução e composição dos fluxos de capitais

A análise cronológica da evolução dos fluxos nos fornece a seguinte informação:

- Entre 1991-94 houve um crescimento muito intenso dos fluxos, que foi interrompido com a crise Mexicana.
- Entre 1995-97 houve um novo incremento dos fluxos, antes do agravamento da crise asiática.
- 1998 é o ano da inflexão dos fluxos, que se manifestou no declínio observado em 1999.

Isto indica duas características fundamentais do movimento de capitais: sua volatilidade e reversibilidade. Com exceção do IDE, todos os fluxos mostraram sensibilidade às crises em graus variados, principalmente os investimentos de *portfolio*.

Investimento Direto Estrangeiro

Sua característica mais importante é sua estabilidade frente as outras formas de investimento. Os fluxos de IDE são portanto guiados por outros

determinantes que não expectativas de ganho de curto prazo, devendo ser avaliados de acordo com a relação entre o aporte de recursos e a geração de um fluxo de divisas compatível com sua remuneração. Os determinantes do IDE são dados pelas oportunidades de inversão que o país oferece, embora aumento das oportunidades de inversões não significam aumento da capacidade produtiva.

A partir de 1994, há um contínuo crescimento dos investimentos diretos. Tal recuperação reflete um contexto externo favorável e modificações internas relevantes como a intensificação da privatização e com o rápido ciclo de crescimento da renda deflagrado pela estabilização trazida pelo Plano Real. A desaceleração do crescimento da renda interna após 1997 e a continuidade do aumento do IDE indicam que ele tem sido traduzido em aumento do processo de fusões, aquisições e privatizações. Entre 1996-99, 30% do IDE foi destinado à compra de empresas em privatização.

Os novos investimentos concentraram-se em serviços, em atividades que não produzem divisas, gerando uma contradição entre a remuneração exigida do fluxo de capital e capacidade destes investimentos gerarem divisas que compensem a remessa de lucros ou o pagamento dos *royalties.*

Se excluirmos as fusões, aquisições e privatizações do montante de IDE, demonstra-se uma restrita participação do IDE no aumento da capacidade produtiva.

Investimento em *Portfolio*

Caracteriza-se por sua elevada volatilidade e reversibilidade, fundamentando-se em expectativas de ganhos patrimoniais e dependendo do diferencial das taxas de juros, da tributação incidente sobre ele e da política cambial seguida pelo país.

Através da análise do Anexo IV, pode-se traçar o perfil do investidor: há uma grande participação dos bancos e instituições financeiras, sugerindo tanto

a participação de pessoas físicas quanto de fundos de investimento, procedentes dos países centrais. As aplicações apresentam curtíssimo prazo e comportamento instável. Os fluxos estão concentrados, quanto ao seu destino, no Anexo IV, direcionados para a aquisição de ações no mercado secundário, compra de ações de empresas estatais em processo de privatização.

Através da CC-5, há maior flexibilidade quanto ao direcionamento dos recursos e um tratamento tributário diferenciado. Ela constituiu o instrumento por exelência da repatriação de capitais no Brasil. Após 97, a crescente expectativa de desvalorização cambial determina o aumento das saídas de recursos. Mesmo em períodos de relativa calmaria, a rotatividade de recursos poderia ocasionar instabilidade na taxa de câmbio.

O capital que adentrou sob a forma de investimento de *portfolio* foi valorizado até 1997. Com a crise asiática, houve uma grande redução no patamar de entrada de recursos.

Como fonte de financiamento adicional para as empresas que operam no país, o investimento de *portfolio* foi insuficiente para dinamizar o mercado acionário primário, não se traduzindo em aumento da capacidade de financiamento de novos investimentos, embora o volume de negócios na Bovespa tenha crescido exponencialmente.

I.V. Inserção da Economia Brasileira

A volta dos fluxos de capitais (compostos por investimento, financiamento e empréstimos em moeda) para a economia brasileira está intimamente ligada a renegociação da dívida externa brasileira, somada a estabilização econômica, que reverteram o quadro de restrição externa sob o qual se encontrou a economia durante a década de 80. A reversão se deu a partir de 1992, com influxos de capital que tomaram inicialmente a forma de refinanciamento da dívida externa. Porém, a entrada de capital, em grande

parte de curto prazo, foi se intensificando ao longo da década. (Garcia & Barcinski, 1996).

Confirmando a tendência latino-americana, a entrada de capitais no Brasil entre 1992 e 1994 contou com apenas 6% de participação do IDE, elevada para 21% em 1995. No ano de 1996, 70% das captações externas da economia brasileira concentravam-se em investimentos de *portfolio* e apenas 27% em IDE (*uma análise mais detalhada da conta de capitais brasileira será feita no capítulo seguinte).* (Ramos, 1998)

O maior determinante da entrada de capital foi o diferencial de juros extremamente alto entre o Brasil e as economias centrais. No último dia de setembro de 1991, o nível extremamente baixo de reservas induziu o Banco Central a adotar a estratégia combinada de desvalorizar a moeda em 15% e elevar as taxas de juros a um nível que ficasse acima das taxas internacionais. As desvalorizações diárias que seguiram asseguraram os investidores da intenção do governo em manter a taxa de câmbio estável. Dado o diferencial de juros entre o Brasil o exterior, o capital começou a se dirigir ao país, visando ganhos de arbitragem. As entradas de capital não apenas resolviam o problemas das reservas escassas, mas como permitiam o acúmulo delas.

Após o Plano Real, em julho de 1994, os influxos continuaram a aumentar. Por causa das entradas de capital, o Real apreciou consideravelmente, fornecendo ganhos extras para o investidor estrangeiro.

Sem dúvida, outros fatores além do diferencial de juros atraíram capitais para a economia brasileira: a renegociação da dívida externa e o sucesso do Plano Real em manter o nível de inflação estável. (Garcia & Barcinski, 1996).

Outro importante passo em direção à abertura do mercado financeiro brasileiro na década de 90 foi a criação, pela Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 1.832/91, do Anexo IV. Ao contrário dos demais Anexos (frutos de uma Resolução anterior - nº 1.289/87), que exigem a constituição de sociedades ou fundo de investimento para o ingresso de capitais no país, o Anexo IV não está sujeito a critérios de composição, capital mínimo inicial e

período de permanência, permitindo a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros. Dessa forma, o Anexo IV concede liberdade ao investidor na constituição das carteiras e garante isenção de tributação sobre os ganhos de capital em ações, se tornando a principal modalidade de investimento de *portfolio* no país (Prates, 1998).

Como resultado do extraordinário deslocamento da curva de oferta de divisas para o mercado cambial brasileiro, foi possível um grande acúmulo de reservas, que acabaram, inevitavelmente, pressionando a taxa de câmbio real a se apreciar. A valorização cambial, juntamente com a liberalização comercial, provocou um crescente aumento nas importações do país. A partir de 1993 até o segundo semestre de 1994, o objetivo do governo foi o acúmulo de reservas, com o intuito de usar o câmbio como âncora nominal no programa de estabilização macroeconômica – O Plano Real (Gonçalves, 1996).

Num curto período após a implementação do Plano Real, a economia brasileira passou por uma expressiva modificação no resultado de suas contas externas. Na balança comercial, os superávits observados ao longo da década de 80 e início da de 90 (da ordem média de US$ 11 bilhões), deram lugar a déficits crescentes, sem precedentes: US$ 3,15 bilhões em 1995 e US$ 5,54 em 1996. Por outro lado, os fluxos de capital experimentaram uma sensível expansão, atingindo o volume de US$ 29,3 bilhões em 1996, saldo esse que foi suficiente para cobrir o déficit em conta corrente e promover um substancial acúmulo de reservas. Tal inflexão no cenário é devida às seguintes características do Plano Real:

1) aceleração da abertura comercial, que já havia sido iniciada pelo Governo Collor;

2) utilização de mecanismos de política comercial para combater a inflação (exposição à concorrência externa);

3) liberalização da conta de capital;

4) maior afrouxamento das restrições sobre os movimentos de capitais externos;

5) uma combinação de políticas monetária e cambial que consolidou a âncora cambial, promovendo a valorização do real em relação ao dólar.

O acúmulo de reservas persistiu até 1996, excetuando-se o período posterior à Crise Mexicana, na qual o país perdeu reservas e teve que rever sua política cambial, adotando as bandas cambiais em março de 1995 e promovendo um novo aumento nas taxas de juros.

Assim, por um lado, a elevação dos juros provocou um aumento no volume de captação de recursos externos, aumentando o ingresso na conta capital. Por outro lado, a apreciação do câmbio, associada à política de liberalização comercial, resultou na reversão do saldo comercial, aumentando a necessidade de financiamento externo da economia brasileira para cobrir, via conta de capital, os déficits em conta corrente (Ramos, 1998).

O governo brasileiro foi, também levado a realizar políticas de esterilização com base na emissão de títulos, para impedir que o aumento das reservas se convertesse em aumento da base monetária, provocando pressões inflacionárias. O resultado da política de esterilização foi a construção da armadilha "endividamento – juros altos – mais influxo de capital – mais endividamento".

No caso brasileiro, o que se observa concomitantemente com a expansão dos fluxos internacionais é a redução das taxas de investimento produtivos, ao contrário do que seria esperado. De fato, os recursos externos não cumpriram a função de poupança externa financiadora de investimento doméstico sobre a poupança doméstica. Isso se deve a política de manutenção de taxas de juros elevadas, que além de pressionarem as contas públicas, encarecem o capital de giro e desestimulam os investimentos.

Porém, todas estas observações não invalidam as oportunidades e vantagens que a inserção nacional na globalização financeira trazem ao criar

oportunidades para o desenvolvimento do sistema financeiro nacional, inclusive via especialização na produção e importação de serviços financeiros. A expansão das transações gera economias de escala, estimula a concorrência e a elevação da produtividade. Maior acesso ao mercado financeiro internacional permite que, principalmente, numa situação de escassez de crédito de longo prazo, haja uma fonte alternativa de investimento. (Gonçalves, 1996).

A melhora do país em termos de captação externa foi notável. No entanto, para que o financiamento externo tivesse se tornado efetivamente funcional para o desenvolvimento, tal melhora deveria ter sido completada pela redução da necessidade de financiamento externo do balanço de pagamentos (via elevação das exportações) e a construção de mecanismos financeiros adequados à canalização da poupança interna para fins de investimento. (Ramos, 1998).

Capítulo II

Análise da Conta de Capitais Brasileira

II.I. Breves Considerações

A partir da análise das contas externas brasileiras, de 1992 até os últimos dados disponíveis para 2000, irá se discutir se houve ou não uma efetiva e notável mudança no padrão de financiamento da economia nacional e, conseqüentemente, em sua vulnerabilidade externa.

O que se pretende discutir é a mutação ocorrida na composição e qualificação dos fluxos de investimento que se dirigiram ao Brasil na década de 90, através de uma análise mais aprofundada dos itens componentes da conta de capital.

Sendo assim, neste capítulo, tais itens serão detalhados e apresentados, tendo sido pesquisados no *site* do Banco Central do Brasil.

II.II. Movimentos de Capitais - Investimentos

Tabela 1: Movimentos de Capitais – itens selecionados (Investimento)

Discriminação (US$ milhões)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000*
Investimentos	2.972	6.170	8.131	4.663	15.540	20.662	20.759	30.150	20.305
Brasileiros	-137	-1.094	-1.037	-1.560	56	-1.569	-3.398	-1.368	-3.442
Receita	27	456	469	1.369	1.733	807	2.173	4.082	2.721
Despesa	164	1.550	1.506	2.928	1.677	2.377	5.572	5.450	6.163
Estrangeiros	3.109	7.264	9.168	6.223	15.484	22.231	24.157	31.518	23.747
Ingressos	5.437	16.546	27.648	29.930	36.043	58.144	60.448	49.712	40.397
Moeda	5.188	16.306	27.498	29.616	35.721	57.430	58.176	45.231	39.410
Portfolio	3.863	15.352	25.142	24.838	26.078	39.552	31.830	18.315	16.796
Diretos	1.325	954	2.357	4.778	9.644	17.879	26.346	26.916	22.614
Mercadoria	29	20	12	7	29	50	100	183	128
Conversão	220	220	138	307	292	663	2.171	4.298	859
Retornos	2.328	9.282	18.480	23.707	20.559	35.912	36.290	18.194	16.651
Portfolio	2.159	8.702	17.862	22.544	20.038	34.252	33.682	16.793	14.305
Diretos	169	580	618	1.163	520	1.660	2.609	1.401	2.346

* até III trimestre
Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil

O que se pode perceber, à primeira vista, através da análise da linha "Investimentos Estrangeiros" é um progressivo aumento do montante até 1998, ano no qual o valor investido por não residentes em nossa economia foi mais que o dobro do valor referente a 1994 e quase 12 vezes o valor referente a 1992. O papel do investimento em *portfolio* também foi predominante neste mesmo intervalo (até 1998).

Pela tabela abaixo, pode-se verificar que a participação (em porcentagem) do investimento em *portfolio* foi sempre maior do que a participação dos investimentos diretos até 1998 (embora tenha mantido uma tendência claramente decrescente a partir de 1994), partindo de 71,05% em 1992 para 52,66% em 1998. A reversão da importância relativa entre os dois tipos de investimento somente foi verificada no ano de 1999, quando os

investimentos diretos passaram a constituir 54,14% dos ingressos totais e os em *portfolio* apenas 36,84%.

É extremamente importante ressaltar a ligação existente entre os eventos econômicos e a obtenção destes saldos. Como já foi ressaltado no capítulo anterior, a volta dos fluxos financeiros para a economia brasileira dependeu da renegociação da dívida externa, após a crise do anos 80, e da aceleração da abertura externa da economia, a partir de 1992. Sendo assim, os ingressos de capital vão tomando dimensões cada vez maiores nos anos seguintes (conforme observado nos dados do Boletim do Bacen), dada as maiores condições de segurança e ao aparecimento de um diferencial de juros cada vez maior, que cobrisse o chamado "Risco Brasil". Mas justamente devido a essa incerteza quanto a segurança da economia brasileira fez com que os fluxos que se dirigissem para o país fossem essencialmente de curto prazo (investimento de *portfolio*).

Tabela 2: Participações Relativas de Investimentos em *Portfolio* e Diretos do Total de Investimentos Estrangeiros (em US$ milhões)

Anos	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000***
Ingressos Totais	5.437	16.546	27.648	29.930	36.043	58.144	60.448	49.712	40.397
Portfolio	3.863	15.352	25.142	24.838	26.078	39.552	31.830	18.315	16.796
Participação Relativa %	71,05	92,78	90,94	82,99	72,35	68,02	52,66	36,84	41,58
Diretos	1.325	954	2.357	4.778	9.644	17.879	26.346	26.916	22.614
Participação Relativa %	24,37	5,77	8,53	15,96	26,76	30,75	43,58	54,14	55,98
Total das Participações %	95,42	98,55	99,46	98,95	99,11	98,77	96,24	90,99	97,56

* até III trimestre
Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil; elaboração própria

Ao observamos os dados da tabela, também podemos notar uma grande elevação nos montantes investidos em 1994, ano de implantação do Plano Real. As grandes entradas de capital verificadas nos anos anteriores permitiram acúmulo de reservas de um montante tal que possibilitou a

implantação da âncora cambial (através de um regime de *dirty floating*) como instrumento para obtenção da estabilidade econômica.

O sucesso do Plano Real em controlar a inflação reduziu as condições de incerteza sob as quais a economia brasileira estava operando até então, o que estimulou ainda mais o influxo de capitais externos, que buscavam rendimentos com o diferencial de taxa de juros, extremamente elevado. As entradas de divisas provocaram a apreciação cambial, fornecendo ganhos extras para o investidor estrangeiro.

Por outro lado, tais capitais continuavam sendo majoritariamente de curto prazo, essencialmente voláteis. E com a reversão do saldo comercial, observada a partir de 1995 (como fruto da apreciação cambial e seu efeito sobre as exportações, além da abertura do mercado interno, de forma massiva, à concorrência com as importações), o país começou a depender cada vez mais das entradas de capital para fechar seu Balanço de Pagamentos. E depender de fluxos voláteis consistia em um problema considerável, amplamente evidenciado e criticado pelos economistas heterodoxos.

Observando a Tabela 3, na qual estão expostos alguns itens do Balanço de Pagamentos, podemos confirmar os efeitos da abertura comercial iniciada no início da década e potencializada com o Plano Real:

- o saldo comercial foi se tornando cada vez mais negativo, a partir de 1995, embora já demonstrasse tendência decrescente desde 1992. Analisando as contas "Exportações" e "Importações", conclui-se que a reversão se deu pelo aumento das importações, uma vez que as exportações não decresceram um ano sequer até 1998, apenas não conseguiram crescer a um ritmo que acompanhasse a elevação nas importações;
- o esforço para a redução das importações iniciou-se a partir de 1999, com a desvalorização cambial, e foi sentido com a diminuição do déficit na Balança Comercial neste ano (de US$ 6.611 para 1.213 milhões) e a obtenção de um pequeno superávit até o terceiro trimestre de 200 (US$ 717 milhões). Discutir a redução das importações brasileiras ainda é um assunto delicado, pois esbarra no entrave histórico da dependência do petróleo, insumo que assume ainda

responsabilidade considerável sobre nossa pauta importadora, cotado em dólar;

- a redução das exportações em 1999, ano da desvalorização cambial, pode ser explicada pelo efeito da "Curva J", que prevê uma redução da competitividade das exportações logo após a desvalorização cambial;

- a Balança de Serviços é tradicionalmente deficitária na economia brasileira, principalmente devido ao pagamento de uma forte carga de juros referente a dívida externa. Ao longo do período, seu saldo negativo também aumentou;

- somando-se seus componentes (Balança Comercial e de Serviços), o Balanço de Transações Correntes da economia brasileira conseguiu manter-se superavitário apenas 1992, demonstrando uma tendência claramente crescente. Devido a esse saldo cada vez mais negativo, a necessidade de se obter um saldo superavitário na Conta de Capital para financiá-lo tornou-se um problema estrutural para a economia brasileira. Tanto que em 1997, no contexto mundial causado pela Crise Asiática, que, ao aumentar as percepções de risco dos agentes acerca do país, logicamente aumentou a saída de capital investido, e o saldo na Conta Capital não foi suficiente para cobrir o déficit em Transações Correntes. Tal fato se repetiu em 1998, ano em que a credibilidade do país foi ainda mais agravada pela Crise (e moratória) da Rússia.

- a Conta de Capitais parece recuperar seu saldo em 2000, sendo até o terceiro trimestre, quase o dobro do saldo do ano anterior, indicando que o país voltou a recuperar sua credibilidade após o turbilhão de crises pelas quais passou.

Tabela 3: Balanço de Pagamentos – itens selecionados

Discriminação (US$ milhões)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 (até III trimes-tre)
Balança Comercial FOB	15.239	13.307	10.466	-3.352	-5.539	-6.765	-6.611	-1 213	717
Exportações	35.793	38.563	43.545	46.506	47.747	52.990	51.120	48.011	41.399
Importações	20.554	25.256	33.079	49.858	53.286	59.755	57.731	49.224	40.682
Serviços	-11.339	-15.585	-14.743	-18.594	-21.707	-26.284	-28.798	-25.816	-17.960
Juros	-7.253	-8.280	-6.338	-8.158	-9.840	-10.390	-11.948	-15.270	-10.532
Outros Serv.	-4.086	-7.305	-8.405	-10.436	-11.867	-15.894	-16.850	-10.545	-7.428
Transferências Unilaterais	2.243	1.686	2.588	3.974	2.899	2.216	1.778	2.032	1.311
Saldo em Transações Correntes	6.143	-592	-1.689	-17.972	-24.347	-30.833	-33.631	-24.997	-15.933
Saldo em Conta Capital	25.271	10.115	14.294	29.359	32.391	25.881	20.238	13.926	21.271
Investimento líquido	2.972	6.170	8.131	4.663	15.558	20.662	20.759	30.032	20.305
Superávit ou Déficit	30.028	8.404	12.939	13.480	9.017	-7.845	-17.285	-10.740	6.561

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil

Dessa forma, dada a dependência do país do saldo da Conta de Capitais, torna-se necessário tecer algumas considerações acerca da volatilidade dos recursos que entram sob a forma de investimentos estrangeiros. Analisemos a tabela abaixo:

Tabela 4: Investimento Externo Líquido e Participações Relativas de Investimentos em *Portfolio* e Diretos do Total de Retorno dos Investimentos Estrangeiros (em US$ milhões)

Anos	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000*
Ingressos Totais	5.437	16.546	27.648	29.930	36.043	58.144	60.448	49.712	40.397
Retornos Totais	2.328	9.282	18.480	23.707	20.559	35.912	36.290	18.194	16.651
Investimento Estrangeiro Líquido	3.109	7.264	9.168	6.223	15.484	22.232	24.158	31.518	23.746
Investimento Estrangeiro Líquido como % do Ingresso	57,18	43,90	33,16	20,79	42,96	38,24	39,96	63,40	58,78
Portfolio Retornado	2.159	8.702	17.862	22.544	20.038	34.252	33.682	16.793	14.305
Participação Relativa do Retorno Total % (a)	92,74	93,75	96,66	95,09	97,47	95,38	92,81	92,30	85,91
Diretos Retornados	169	580	618	1.163	520	1.660	2.609	1.401	2.346
Participação Relativa do Retorno Total % (b)	7,26	6,25	3,34	4,91	2,53	4,62	7,19	7,70	14,09
Total das Participações % (a+b)	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

* até III trimestre
Fonte: Boletim do Banco Central; elaboração própria

Com os dados da tabela, podemos concluir que grande parcela do investimento externo que adentrou no país retornou, sendo sempre maior que 50%, com exceção de 1992 e 1999. Isto significa que mais da metade do dinheiro que ingressou no país retornou a cada ano, representando a extrema volatilidade destes recursos, predominantemente, investimentos em *portfolio*, via Anexo IV, feitos por agentes que buscavam uma valorização grande e rápida de seus recursos, sem nenhum comprometimento com o país.

Já o IDE é de natureza completamente distinta. A maior parte do dinheiro que entrou via investimento direto não retornou, permanecendo no país e não constituindo uma força para redução do saldo na Conta de Capital.

Tabela 5: Porcentagem dos Investimentos Retornados em relação ao Ingresso (em US$ milhões)

Anos	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000*
Portfolio Ingressados	3.863	15.352	25.142	24.838	26.078	39.552	31.830	18.315	16.796
Portfolio Retornado	2.159	8.702	17.862	22.544	20.038	34.252	33.682	16.793	14.305
% *Port.* Retornado sobre seu Ingresso	55,89	56,68	71,04	90,76	76,84	86,60	105,82	91,69	85,17
Portfolio Líquido	1.704	6.650	7.280	2.294	6.040	5.300	-1.852	1.522	2.491
Diretos Ingressados	1.325	954	2.357	4.778	9.644	17.879	26.346	26.916	22.614
Direto Retornado	169	580	618	1.163	520	1.660	2.609	1.401	2.346
% do IDE Retornado sobre seu Ingresso	12,75	60,80	26,22	24,34	5,39	9,28	9,90	5,21	10,37
Diretos Líquidos	1.156	374	1.739	3.615	9.124	16.219	23.737	25.515	20.268

* até III trimestre

Fonte: Banco Central do Brasil; elaboração própria

A Tabela 5, mais uma vez, ilustra a maior volatilidade dos investimentos em *portfolio*. Embora a magnitude do ingresso de investimento em *portfolio* seja superior a do IDE até 1998 (ano em que ocorre o ingresso de US$ 31.830 milhões em *portfolio versus* US$ 26.346 milhões em IDE), a porcentagem de retorno de IDE foi (com exceção de 1993) sempre extremamente inferior a porcentagem de retorno do investimento em *portfolio* (maior que 50% ao ano sobre o total ingressado no período analisado): os retornos de IDE foram, em média, de 31% ao ano até 1995, e menores ainda após 1996 (cerca de 7,5% ao ano).

Estas informações nos permitem, portanto, considerar o dinheiro ingressado via *portfolio* como extremamente temporário e de comportamento imprevisível, podendo abandonar o país quando as condições de risco ou rentabilidade se modificassem. Já o IDE consiste em uma decisão de investimento mais madura e de difícil reversão, permitindo ao país maior estabilidade e confiança no período de permanência destes fluxos na

economia. Para uma economia dependente de um saldo superavitário na Conta de Capitais, a melhor alternativa seria repousar a maior parte dos ingressos via investimentos diretos estrangeiros.

E é esta tendência que observamos nas contas externas brasileiras: o IDE líquido, principalmente após 1998, passou a ser majoritário, numa tendência que já se manifestava nos anos anteriores, representando US$ 23.737 milhões contra uma saída líquida de US$ 1.852 milhões em *portfolio*. O ano de 1998 foi extremamente complicado para as contas externas brasileiras, uma vez que sofremos duramente as conseqüências da crise e moratória russas, eventos que abalaram seriamente a credibilidade do país em honrar seus compromissos e obrigações, tendo uma moeda (o Real) extremamente sobrevalorizada em relação ao dólar. A crise de confiança é notável, pois neste ano, não apenas todo o capital ingressante em *portfolio* naquele ano retornou, mas como ainda mais 5% desapareceram, como podemos conferir na coluna 1998 da Tabela 5.

Como conseqüência da brusca saída de capital, houve um sério abalo nas bases do Plano Real: após uma perda incrível das reservas acumuladas no período (que em muito superou as perdas ocorridas em 1995, na crise mexicana, e em 1997, com a asiática), houve finalmente a desvalorização da moeda nacional e a flexibilização da taxa de câmbio, em janeiro de 1999. O esperado retorno de uma inflação avassaladora com a desvalorização cambial, entretanto, não ocorreu.

Sendo assim, embora não tenha sido fruto de uma política econômica mais responsável, que limitasse e impusesse limites de permanência mínimos do capital dentro do país (a chamada "quarentena"), entre outras medidas que reduzissem a volatilidade dos fluxos financeiros, a diminuição dos fluxos de investimento em *portfolio* conferiu ao país uma maior estabilidade e confiabilidade nos saldos de movimento de capitais.

O choque que representou a crise de 1998 pode ser interpretado através do déficit do Balanço de Pagamentos neste ano: o déficit em Transações

Correntes de US$ 33.631 milhões não pode ser financiado pelo saldo superavitário na Conta de Capitais de US$ US$ 20.238 milhões (apesar de toda saída de capitais, o saldo ainda foi superavitário), que juntamente com outros direitos e obrigações, redundou no déficit de US$ 17.285 milhões a ser financiado externamente, juntamente aos organismos e bancos internacionais, como o famigerado empréstimo de US$ 9.324 milhões do FMI.

Somente cabe ressaltar que o déficit no Balanço de Pagamentos já havia sido detectado no ano anterior, 1997, na magnitude de US$ 7.845 milhões.

II.III. Maiores Considerações sobre o Investimento em Portfolio Estrangeiro

Para finalizar a análise das contas externas brasileiras, cabe pormenorizar a natureza e o destino dos investimentos em portfolio (uma análise mais aprofundada do IDE será feita no próximo capítulo). Considere a tabela abaixo:

Tabela 6: Carteira de Ativos de Investidores Institucionais Estrangeiros (em US$ milhões) – Anexo IV da Resolução nº 1.289/87

Período	Estoque de ativos (fim do período)	Composição da Carteira %					Fluxos Efetivos		
		Ações	Derivati-vos	Debêntu-res	Moedas de Privatiza-ção	Outros	Ingresso	Saída	Líquido
1992	-	-	-	-	-	-	2.967	1.653	1.314
1993	10.380	80.1	-	18.5	1.1	0.3	14.614	9.136	5.478
1994	20.971	77.5	3.9	12.4	5.4	0.8	20.532	16.778	3.754
1995	18.650	89.5	1.1	5.5	3.7	0.2	22.025	21.500	525
1996	27.090	92.0	0.0	4.7	2.8	0.5	22.936	19.342	3.594
1997	32.047	96.5	1.4	2.1	0.0	0.0	32.191	30.576	1.165
1998	17.365	94.8	4.2	1.0	0.0	0.0	21.887	24.349	-2.462
1999	23.110	99.0	0.0	0.8	0.0	0.1	12.396	11.296	1.100
2000*	18.932	91.5	0.2	1.3	0.0	0.1	9.835	11.293	-1.458

* até III trimestre
Fonte: Banco Central do Brasil (CVM)

Através destes dados pode-se notar claramente que a esmagadora maioria dos fluxos que ingressaram via Anexo IV (forma preferida de participação dos investidores institucionais no mercado acionário local, que concede liberdade ao investidor na constituição das carteiras e garante isenção de tributação sobre os ganhos de capital em ações) concentraram-se em ações: durante o período, 88.4% (em média) dos ingressos se dirigiram ao mercado acionário por ano.

Já ao se analisar os fluxos efetivos, mais uma vez se comprova a extrema volatilidade dos fluxos de capitais que adentravam via Anexo IV: a parcela líquida destes investimentos é muito pequena quando comparada à magnitude dos recursos ingressantes, o que nos leva a óbvia conclusão de que tais investimentos não ficam no país, retornando aos locais de origem assim que absorvem os ganhos desejados.

Mais uma vez, também, observa-se os efeitos da crise de 1998: os fluxos efetivos deste ano foram negativos em US$ milhões 2.462, refletindo a

fuga de capitais ocorrida com a crise de confiança na economia brasileira em decorrência da Moratória Russa. Embora este seja o ano em que as conseqüências da crise de confiança estejam mais explícita em números, a tabela também demonstra as fugas ocorridas em 1995 (conseqüência da Crise Mexicana), quando dos US$ 22.025 milhões ingressantes, US$ 21.500 milhões retornaram, e em 1997 (conseqüência da Crise Asiática), quando dos US$ 32.191 milhões que entraram no país, US$ 30.576 milhões retornaram.

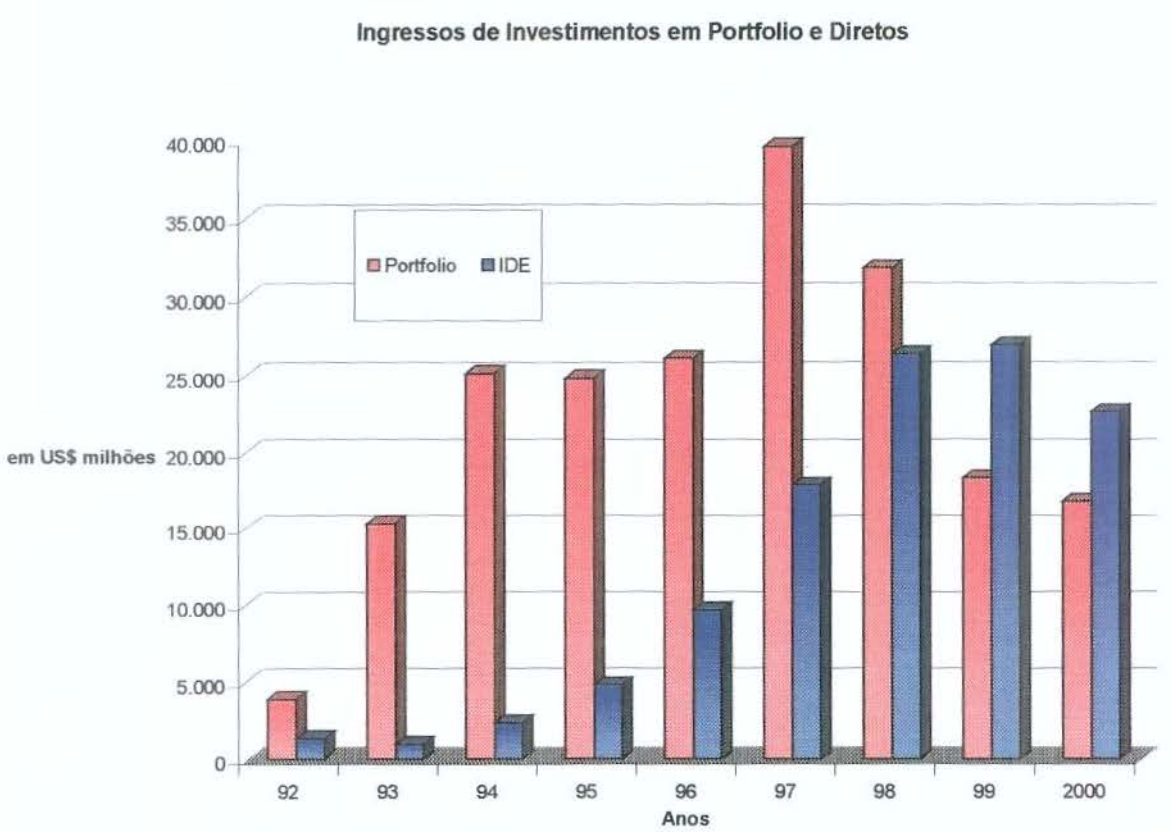
Estas três situações delineiam a delicada inserção brasileira no cenário internacional, na qual sua posição periférica coloca o país dependente do bom andamento das outras economias em desenvolvimento.

Para finalizar, a menor parcela de fluxos efetivos líquidos de investimentos em *portfolio*, também verificada em 2000 (fluxo líquido de US$ - 1.458), demonstram que o país tem contado menos com os fluxos voláteis para a obtenção dos saldos superavitários em suas contas externas

II.IV. Gráficos

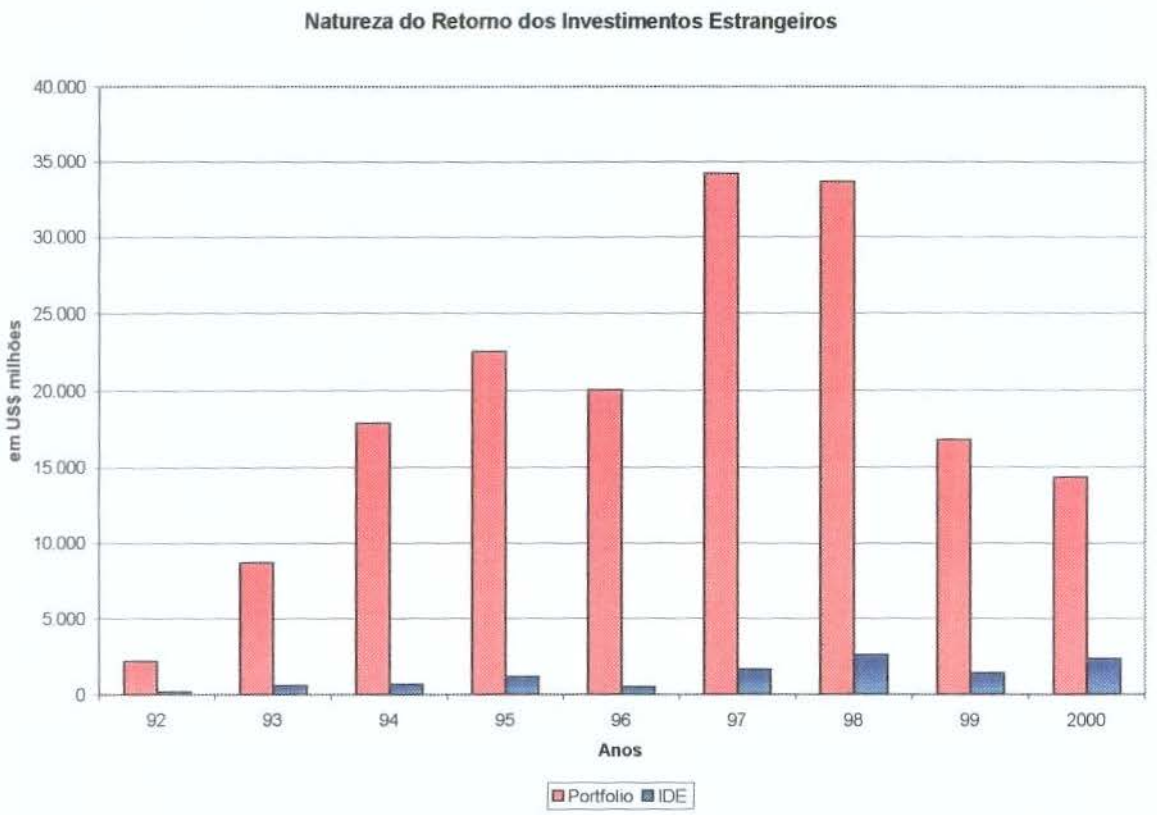
A seguir serão apresentados alguns gráficos que melhor ilustrarão os dados das tabelas expostas neste capítulo e que possibilitarão uma maior compreensão visual das conclusões tecidas ao longo do texto.

Gráfico 1: Ingressos Brutos de Investimentos Estrangeiros, segundo sua Natureza



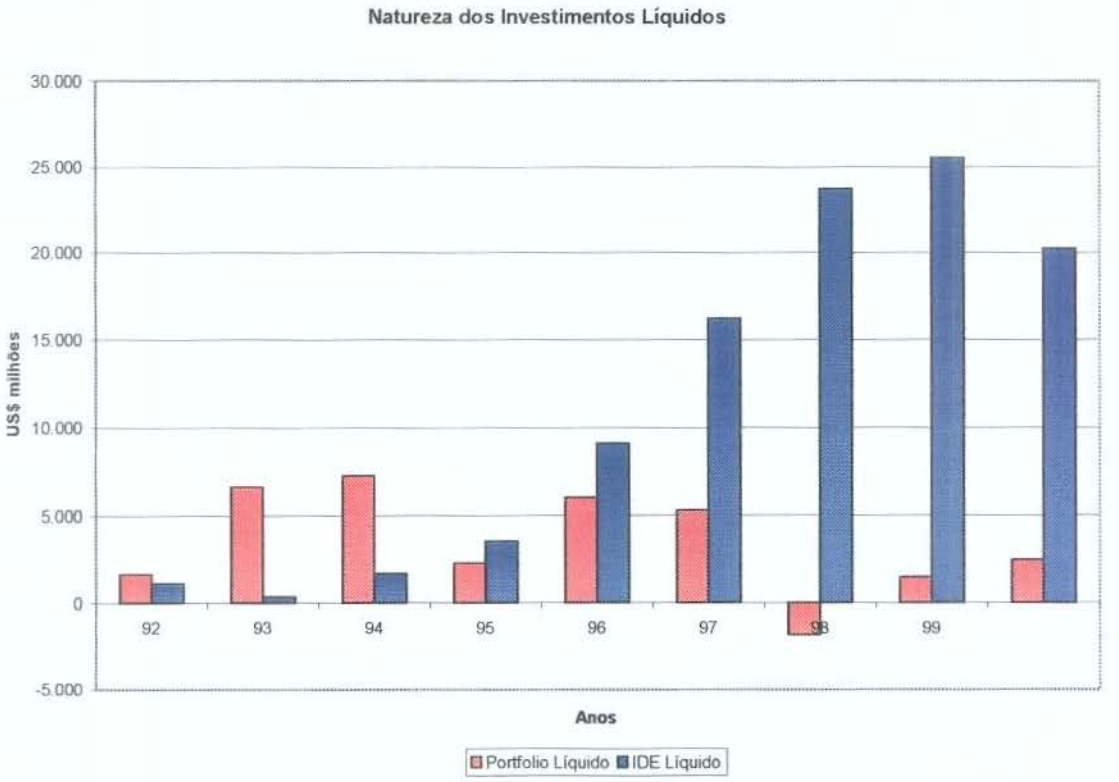
Fonte: Boletim do Bacen; elaboração própria

Gráfico 2: Retornos de Investimentos Estrangeiros, segundo sua Natureza



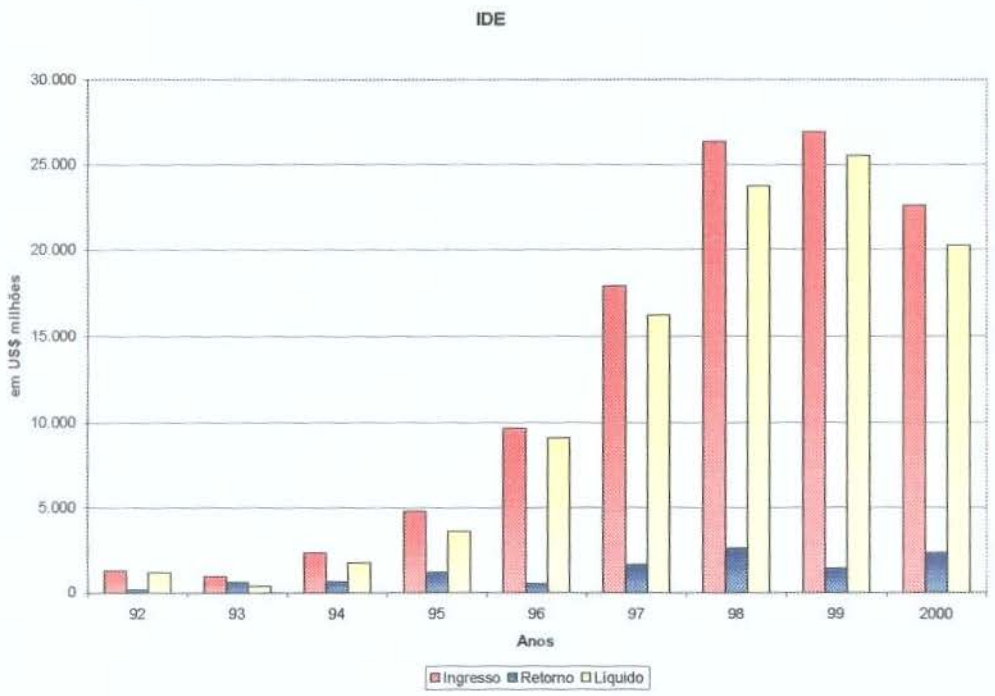
Fonte: Boletim do Bacen; elaboração própria

Gráfico 3: Natureza dos Investimentos Líquidos



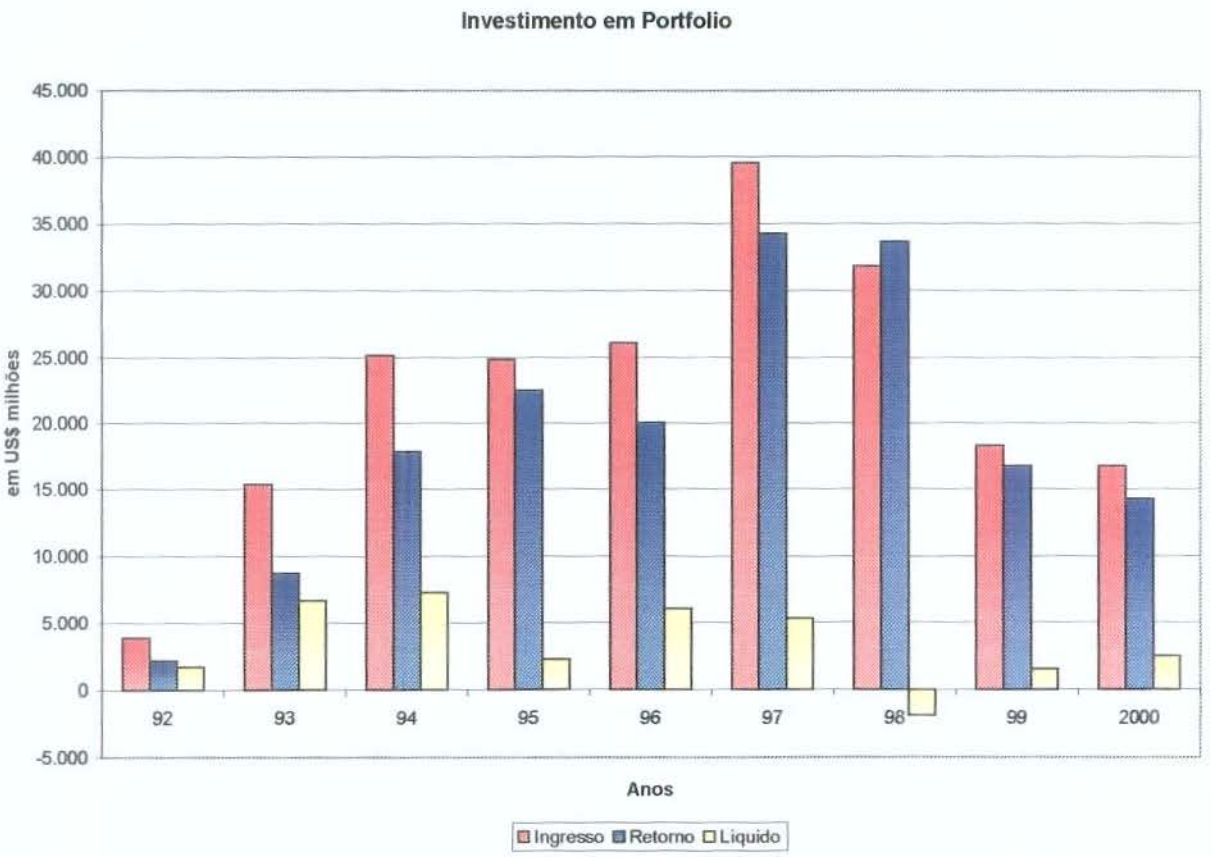
Fonte: Boletim do Bacen; elaboração própria

Gráfico 4: Volatilidade do Investimento Direto Estrangeiro



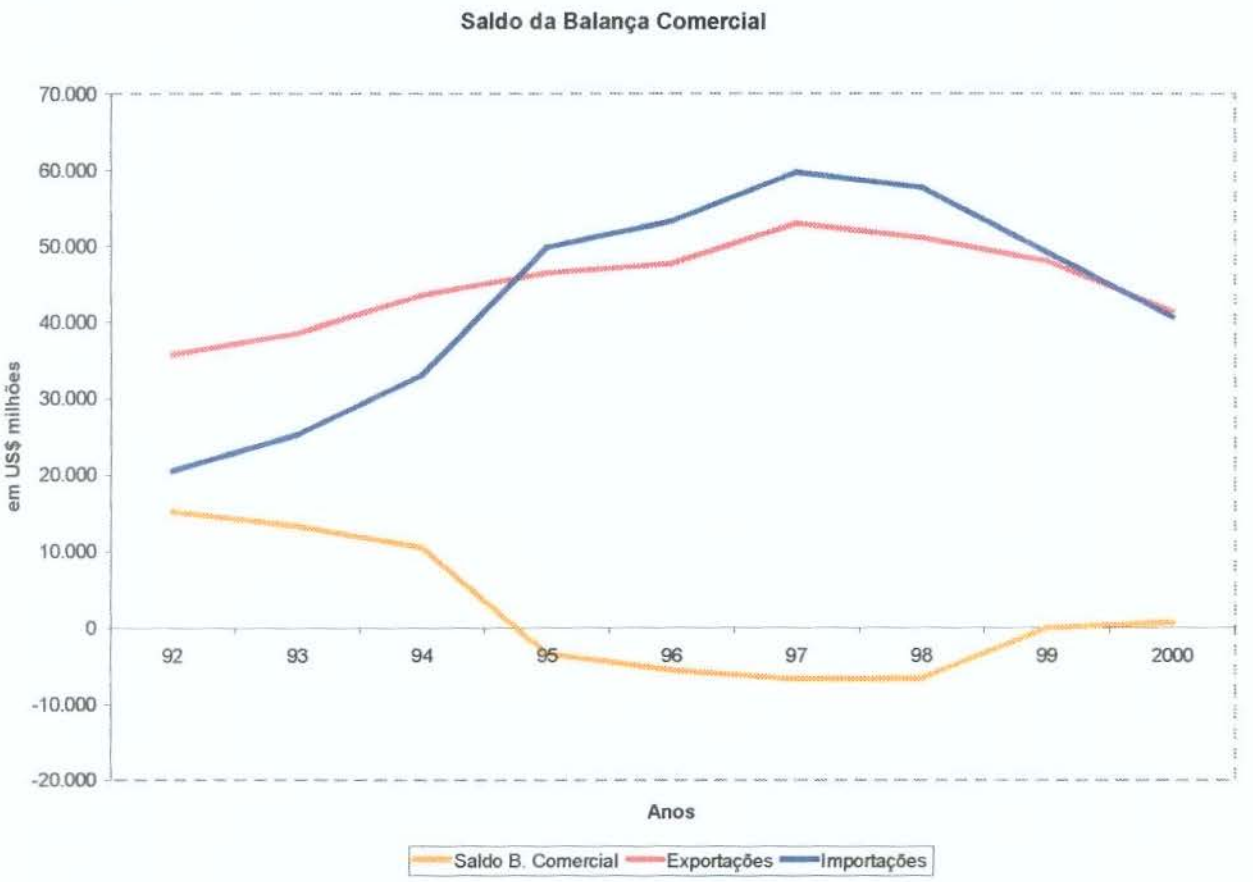
Fonte: Boletim do Bacen; elaboração própria

Gráfico 5: Volatilidade do Investimento em *Portfolio*



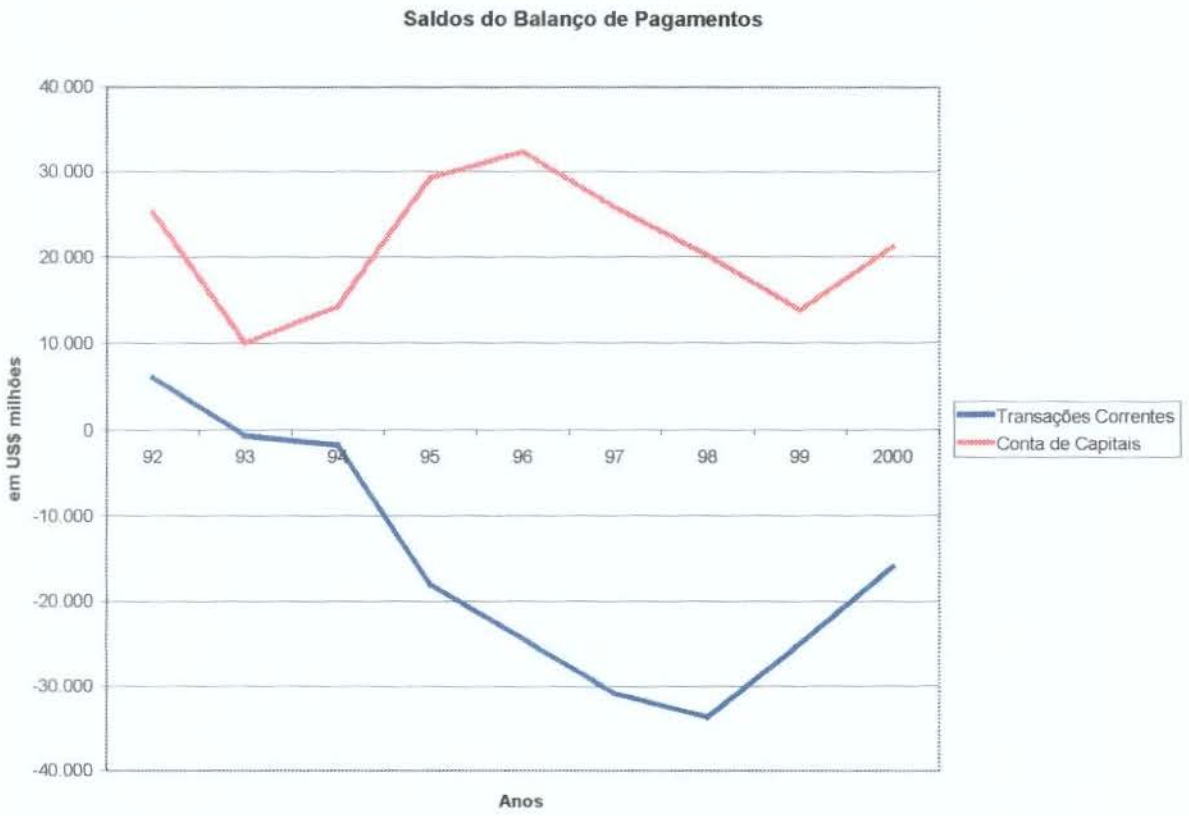
Fonte: Boletim do Bacen; elaboração própria

Gráfico 6: Saldos Comerciais



Fonte: Boletim do Bacen; elaboração própria

Gráfico 7: Saldos de Transações Correntes e da Conta de Capitais



Fonte: Boletim do Bacen; elaboração própria

Capítulo III

Análise dos Investimentos Diretos Estrangeiros

III.I. A Globalização Econômica e o Investimento Direto Estrangeiro

Como foi evidenciado no capítulo anterior, a nova dinâmica da globalização está sendo dada pelo desenvolvimento sem precedentes do fluxo mundial de IDE, havendo a reprodução, em nível nacional, das tendências já observadas no cenário mundial.

Do total de IDE realizado no mundo, em 1998 (US$ 648.920 milhões), a Europa Ocidental se destaca, sendo responsável por 62,6% deste montante, seguida pelos EUA, responsáveis por 20,5% do total. Dentre os países da Europa Ocidental mais significativos se encontram: Reino Unido, Alemanha, França, Holanda e Canadá (listados em ordem de magnitude dos investimentos realizados).

Dentro dos movimentos de IDE, as fusões e aquisições tomaram, sem dúvida alguma, o papel primordial. Tal processo cresceu muito ao longo dos últimos anos, chegando a representar 63% do montante de IDE em 1998, como fruto da busca, por parte das empresas, de melhores margens de rentabilidade e posicionamento estratégico no mercado. Dessa forma, pode-se dizer que o processo de fusões e aquisições é o motor dos investimentos realizados internacionalmente, movimentando cerca de US$ 411 bilhões dos US$ 649 já citados.

III.II. Caracterização dos Investimentos Diretos Estrangeiros Recentes

Um dos aspectos fundamentais da reestruturação em curso da economia brasileira está justamente o aprofundamento de seu processo de internacionalização da estrutura produtiva, evidenciado pelo retorno dos fluxos

de investimento estrangeiro e seu crescimento acelerado. De insignificantes US$ 630 milhões de IDE em 1990 para US$ 9,2 bilhões em 1995. Em 1997, os investimentos externos já representavam 2,7% do PIB. Como procurou se explicitar no Capítulo II, desde 1996 o montante de IDE supera o de investimento em *portfolio*, tendo taxas de crescimento superiores desde 1994.

O Brasil se encontra entre os seis maiores receptores de IDE, sendo o segundo maior país em desenvolvimento, ficando atrás da China, e consistindo, portanto num dos pólos de atração de investimentos mais significativo.

Grande parte destes recursos ingressantes destinaram-se a compra de empresas em processo de privatização. O volume das transações de fusões e aquisições foi também crescente no Brasil, envolvendo tanto transações nacionais como internacionais. Houve um crescimento exponencial nos anos 90, coincidindo com a abertura comercial, redução significativa das limitações à atuação do capital estrangeiro e ao Plano Real. Observe tabela abaixo:

Tabela 1: Fusões, Aquisições e *Joint-Ventures* no Mercado Brasileiro

Em nº de Transações	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999***
Total	58	150	175	212	328	372	350	142
Capital Doméstico	37	82	81	82	161	168	150	42
Capital Estrangeiro	21	68	94	130	167	204	200	100

Fonte: KPMG Corporate Finance
(*) Apenas primeiro semestre

Através dos dados, pode-se notar que o número de transações cresceu 503% entre 1992 e 1998, sendo que a presença do capital estrangeiro em tais processos foi majoritária já a partir de 1994. A magnitude destas transações acompanhou o crescimento do volume, chegando a alcançar US$ 22 bilhões em 1999.

Outro indicador relevante para avaliar a relevância dos fluxos de IDE no Brasil é sua crescente contribuição para o investimento global da economia, bem como o aumento na participação do PIB. Em 1996, o ingresso líquido de

IDE (US$ 9,2 bilhões) representou 7,4% do volume global de investimentos na economia e 16,5% do PIB

Uma outra característica importante do perfil do IDE é seu direcionamento ao setor de serviços: em 1995, os IDE encaminhados ao setor de serviços representavam 30,5% do total (a indústria ainda respondia pela maior parcela (64,7%). Porém, ao considerar o período de 1996-99, o setor de serviços passa a predominar, respondendo por 79,2% do total (e a indústria por apenas 19,3%). Dentre os serviços, cabe destacar a importância de serviços de consultoria prestados a empresas, correio e telecomunicações, energia elétrica, comércio (atacado e varejo) e intermediações financeiras.

Essa tendência foi acentuada com o aprofundamento do processo de privatização nas áreas de serviços públicos – sobretudo telecomunicações e energia – e com o maior acesso das instituições financeiras ao mercado financeiro doméstico.

Um problema que pode ser levantado a partir da predominância do investimento via aquisições é a constatação que não há implementação e/ou expansão da capacidade produtiva da economia de imediato.

III.III. Impactos do Atual Fluxo de Investimentos Direto Estrangeiro

Uma conseqüência do predomínio de IDE nos atuais investimentos tem sido um intenso processo de desnacionalização da estrutura produtiva, cuja intensidade pode ser verificada na participação das empresas estrangeiras nas operações de aquisição e fusão da economia brasileira, já comentada anteriormente.

Desta maior desnacionalização surge uma força preocupante sobre o balanço de pagamentos: o aumento da remessa de lucros e dividendos. Em 1998, o volume remetido alcançou US$ 6,5 bilhões, o que representa 1/3 do

fluxo líquido do período. É possível associar o aumento das remessas com a crise financeira, embora esta seja essencialmente mais fortemente ligada com o retorno dos investimentos em portfolio. O aumento das remessas é mesmo explicado pelo próprio aumento dos fluxos de investimento e pela observância de elevadas taxas de rentabilidade desses investimentos no mercado interno.

Uma outra conseqüência macroeconômica da predominância do IDE no setor de serviços se deve ao fato de ser um setor de bens *non tradeables*. Tais atividades não gerariam receitas advindas da exportação, mas, por outro lado, demandariam remessas líquidas de lucros e dividendos para o exterior. Dessa forma pressionariam duplamente o balanço de pagamentos e, evidentemente, torna-se fundamental haver uma estratégia de política econômica planejada, que minimize tais efeitos, proporcionando a geração de divisas e de renda local, via utilização de fornecedores locais.

Sendo assim, torna-se essencial se certificar que os setores produtores de bens *non tradeables* sejam capazes de compensar sua incapacidade geradora direta de divisas ao estimular direta ou indiretamente outros produtores locais que as gerarão.

Um outro aspecto importante diz respeito a mudança de perfil dos novos investidores: embora os EUA ainda liderem o *ranking* de participação, a Espanha tem tido significativa expressão, mantendo-se em segundo lugar. A posição espanhola é justificada por sua participação agressiva nos processos de privatização da economia brasileira.

No Brasil não existem restrições legais à participação do capital estrangeiro no capital votante das empresas privatizadas e a participação estrangeira no processo de privatização é extremamente expressiva. Em 1999, do total de US$ 30 bilhões recebidos sob a foram de IDE, US$ 9 bilhões foram relacionados à privatização.

III.IV. Impactos da Política Macroeconômica sobre o Balanço de Pagamentos

Nos anos 90, o Brasil teve sua vulnerabilidade externa ampliada pela realização consecutiva das aberturas financeira e comercial, combinada com uma valorização cambial (pós-Plano Real), que pressionou de tal forma as contas do Balanço de Pagamentos que o passivo externo quase dobrou de magnitude entre 1993 e 1999, passando de US$ 168 para US$ 300 bilhões.

A desvalorização cambial, que diminuiu o déficit em transações correntes em 1999 e ainda mais em 2000, alterou positivamente a expectativa sobre o comportamento do nível de atividade econômica, havendo evidências da retomada do crescimento via substituição de importações em setores de tecnologia tradicional ou possibilidades de exportações (que depende do aumento de demanda internacional). Embora seja de suma importância, a desvalorização por si só não basta para garantir o rompimento da restrição externa da economia brasileira: há a necessidade de se implementar uma política de desenvolvimento, que articule política industrial, comercial, ciência e tecnologia, monetária (juros elevados) e reverta tal inserção passiva do país no cenário internacional.

E tal aumento das exportações e/ou substituição de importações é imprescindível para que o processo de transferências patrimoniais inerente aos fluxos de investimento diretos estrangeiros recentes não represente um entrave externo que novamente condicione o crescimento da economia aos saldos do balanço de pagamentos.

Mais uma vez, a retomada do crescimento econômico em bases sustentadas carece de um maior papel articulador do Estado, para que, juntamente com o setor privado, se viabilize uma inserção mais ativa no cenário internacional, minimizando a rigidez imposta pelas contas externas brasileiras.

IV. Considerações Finais

A característica mais importante no atual estágio de internacionalização produtiva da economia brasileira é o retorno do fluxo de investimento estrangeiro, após anos de relativa estagnação. O capital estrangeiro tem mantido participação crescente tanto nos investimentos industriais quanto nos de infra-estrutura. Porém, a taxa de investimento global tem se mantido aquém do patamar necessário para se ensejar uma retomada sustentada do crescimento econômico.

Além da necessidade de um volume mais elevado para induzir o crescimento, os investimento atuais deverão também contribuir para deslocar as restrições externas já existentes ao crescimento. Como vimos no Capítulo II, o IDE tem contribuído no financiamento de parcelas significativas do déficit em transações correntes, principal restrição externa ao crescimento. Por outro lado, podem pressionar a pauta importadora devido a necessidade de compra de bens de capitais para concretizá-los, além do processo de transferências patrimoniais.

O incremento das exportações poderá contrabalançar estes efeitos: a desvalorização cambial foi um passo importante nesta direção, aumentando a competitividade externa de nossos produtos. Cabe ao país buscar novas oportunidades de conquistas de vantagens competitivas em outros setores, diversificando a pauta.

Também não se pode excluir o efeito que mesmo as indústrias de *non tradeables* (principais receptoras dos fluxos) podem exercer sobre o restante da economia, os estimulando indiretamente.

Por fim, cabe ressaltar que a entrada de capitais na economia brasileira via IDE é muito mais positiva, conferindo uma estabilidade muito maior do que a anterior dependência dos fluxos de investimendo de *portfolio*.

V. Bibliografia

BATISTA Jr., Paulo Nogueira. Globalização Financeira e Regimes Cambiais. *Revista de Economia Política*, vol. 18, n. º 2 (70), abril-junho 1998.

CARNEIRO, Ricardo. *A Globalização Financeira: Origem, Dinâmica e Perspectivas.* Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n.º 90, outubro 1999.

CARNEIRO, Ricardo. *Reformas Liberais, estabilidade e estagnação (A economia brasileira na década de 90).* Tese de Livre-Docência apresentada ao Instituto de Economia/Unicamp. Campinas, maio 2000.

GARCIA, Márcio & BARCINSKY, Alexandre. *Capital Flows to Brazil in the Nineties: Macroeconomic Aspects and the Effectiveness of Capital Controls.* Texto para Discussão. PUC - RIO. Rio de Janeiro, n.º 357, julho 1996.

GONÇALVES, Reinaldo. Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira. In: BAUMANN, Renato. *O Brasil e a economia global.* Rio de Janeiro: Campus, 1996. cap. 8, p. 133-165.

LACERDA, Antônio Corrêa. Notas sobre a característica e o perfil do fluxo recente de investimentos diretos estrangeiros na economia brasileira. Anais do V Encontro da Sociedade Brasileira de Economia Política. Fortaleza, junho de 2000.

LAPLANE, Mariano Francisco & SARTI, Fernando. *Investimento Direto Estrangeiro e o Impacto na Balança Comercial nos Anos 90.* Texto para Discussão 629. IPEA, Brasília, fevereiro de 1999.

LERDA, Juan Carlos. Globalización y Pérdida de Autonomía de las Autoridades Fiscales, Bancarias y Monetarias. *Revista de la Cepall*, Santiago de Chile, nº 58, p. 63-77, abril de1996.

PRATES, Daniela Magalhães. Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico. In *Abertura Externa e Sistema Financeiro*. São Paulo: Fundap, 1998. p. 1-41.

RAMOS, Ana Paula. Uma avaliação das fontes de financiamento externo da economia brasileira nos anos 90. *Economia & Tecnologia*, Campinas, v. 1, nº 1, p. 41-54, janeiro/março de 1998.

TURNER, P. *Capital Flows to Latin America: a new phase?*. BIS Economic Paper, Basle, n.º 44, 1995.