T332.6730981 R672r

T64839

20600018119

Powered by RfidProStar - www.fcprocess.com.br

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

T332.6730981

R672r

C.1

FABIANA FONTES ROCHA

A REORIENTAÇÃO DOS FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAL E O
INVESTIMENTO DIRETO NO BRASIL

ORIENTADORA: PROF^ª DR^ª ELIZABETH
M.M Q. FARINA

DISSERTAÇÃO APRESENTADA AO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E
ADMINISTRAÇÃO DA UNIVERSIDADE
DE SÃO PAULO, PARA OBTENÇÃO DO
GRAU DE MESTRE EM ECONOMIA.

SÃO PAULO
MAIO DE 1989

64839

Data da defesa
06/07/89

ABSTRACT

This dissertation examines the factors that led to the reduction of the flow of foreign investments to the Brazilian economy in the 1980s. Special emphasis is given to the determinants of US foreign investment.

Two major explanatory factors were detected. One, more immediate, is linked to the fiscal and external imbalances which take place in the American economy as a result of the attempt to keep the US dollar overvalued in the late 1970s. These imbalances led to the increase of the flow of foreign investments into the US economy, thus diverting a great deal of investments that could otherwise be directed to other countries. In addition, they contributed to the reduction of the outflow of US capital in order to reduce its balance of payment deficit. The weak performance of the Brazilian economy and the restrictions posed by the country's foreign exchange constraints, due to the pressure of the external debt, made Brazil quite a poor option for foreign investments.

The second major factor, associated with long run transformations, is linked to changes in the geographic pattern of US capital stock distribution. Latin America loses ground to Southeast Asian countries which become more attractive recipients of foreign investment among developing countries. A portfolio model was used to analyse the reorientation of capital flows.

RESUMO

Esta dissertação examina as causas que levaram à redução dos fluxos de investimento estrangeiro destinados à economia brasileira na década de 80. Destaque especial é dado ao investimento de origem norte-americana.

Foram detectados dois fatores explicativos. O primeiro, mais imediato, está ligado aos desequilíbrios orçamentário e externo que passam a marcar a economia americana depois da política de valorização do dólar no final dos anos 70. Estes resultaram na expansão dos fluxos de investimento externo para os Estados Unidos, desviando parte dos investimentos que poderiam ser canalizados para outras localizações. Também levaram à necessidade de redução da saída de capitais desse país como forma de reduzir os déficits no balanço de pagamentos que passa a enfrentar. Dentro desse quadro, o fraco desempenho da economia brasileira e a existência de restrições cambiais resultantes da crise da dívida externa fazem com que o Brasil apresente-se imediatamente como opção pouco atrativa.

O segundo, associado a transformações de prazo mais longo, decorre da mudança no perfil geográfico da distribuição do estoque de capital americano. A América Latina perde sua participação para o Sudeste Asiático, que aparece como novo destaque entre os países em desenvolvimento. Para analisar esse processo de reorientação foi utilizado um modelo de "portfolio".

AGRADECIMENTOS

A finalização de um trabalho traz, junto com a sensação do dever cumprido, a vontade de agradecer a todos que de alguma forma contribuíram para sua realização. Isso é especialmente verdadeiro no caso da dissertação de mestrado, quando a inexperiência e a ansiedade nos tornam extremamente dependentes.

Em primeiro lugar, queria agradecer à minha orientadora, prof^a Elizabeth M.M.Q. Farina, pela amizade, confiança e disposição de optar junto comigo por uma forma para nós até então nova e desconhecida de abordar o problema a que nos propusemos.

Os membros da minha banca de qualificação merecem um agradecimento especial por terem chamado atenção para pontos delicados do trabalho e por terem apresentado novos caminhos. A Vera Lúcia Fava que, com sua experiência com métodos econométricos, me ajudou a conhecer suas possibilidades e limites. Ao professor Simão David Sílber, por ter me ensinado que bom humor e acima de tudo tranquilidade são também fundamentais para levar uma dissertação até o fim. Ao professor Maurício Barata de Paula Pinto, pela seriedade e dedicação que fazem dele um professor especial, meu muitíssimo obrigada. Sem sua atenção e interesse muito do que aparece nessa versão não teria sido imaginado.

Ao professor José Pastore, que conseguiu estender a minha curta série estatística em cinco anos, permitindo, dessa forma, a realização do teste empírico do modelo.

Ao professor Winston Fritsch, da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, agradeço a atenção e a cordialidade, assim como a vasta bibliografia que colocou a minha disposição, lastimando somente não o ter conhecido há mais tempo e ter podido desfrutar mais da sua experiência e conhecimento sobre o assunto.

Aos colegas de mestrado da FIPE, em especial à Dolores, pela paciência nas sessões de aprendizado com os micros; ao Jesus, que ao estudar os empréstimos em moeda compunha comigo uma dobradinha que fechava a conta de capital; ao Basílio, pela convivência positiva na época dos créditos e pelos momentos de descoberta quando das aulas na FEA; à Laura, pela amizade verdadeira e pelas intermináveis interrupções em seu trabalho; à Ana Maria, pelo carinho e sinceridade que nos tornaram amigas inseparáveis; ao Paulo, por ter tornado a minha vida, inclusive de mestrado, muito mais feliz.

Gostaria de agradecer, ainda, aos professores e colegas da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, em especial ao Matheus, pelas intermináveis e entusiasmadas conversas sobre política, sobre Economia e especialmente sobre a vida, mesmo que realizadas num lento e lotado 2901.

Ao Rogério, que me viu virar economista, por ter me ensinado a importância dos verdadeiros ideais e a lutar sempre por eles. Pelo carinho e confiança demonstrados ao longo destes muitos anos e pela torcida sinceramente entusiasmada não saberei jamais agradecer.

Aos meus pais, Fernando e Milta, por tudo. Sem o amor e apoio que sempre me dedicaram este trabalho não teria nem mesmo sentido. Ao meu irmão Rogério, companheiro de vida paulistana, pela serenidade e calma que, por mais que eu me esforce, constantemente me faltam.

O apoio institucional do Programa Nacional de Pesquisa Econômica (PNPE) e da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP) permitiu a dedicação exclusiva ao trabalho, fundamental para a sua realização.

A responsabilidade pelos erros e imperfeições remanescentes é exclusiva da autora.

SUMÁRIO

ABSTRACT	iii
----------------	-----

RESUMO	iv
--------------	----

AGRADECIMENTOS	v
----------------------	---

INTRODUÇÃO	1
------------------	---

CAPÍTULO 1 - EVOLUÇÃO DO INVESTIMENTO DIRETO NO BRASIL: 1956-1986

1.1. INTRODUÇÃO	7
1.2. BREVE PERSPECTIVA HISTÓRICA	7
1.3. 1956-1961: PROMOÇÃO À ENTRADA DE CAPITAL ESTRANGEIRO	10
1.4. 1961-1964: A PERDA DE CONFIANÇA POLÍTICA E A REDUÇÃO DOS FLUXOS DE INVESTIMENTO DIRETO	17
1.5. 1964-1967: EXPLICITAÇÃO DO PAPEL QUE CABE AO CAPITAL ESTRANGEIRO	20
1.6. 1968-1973: OS EMPRÉSTIMOS COMO FORMA DOMINANTE DE ENTRADA DO CAPITAL ESTRANGEIRO	24
1.7. 1974-1978: PRIMEIROS SINAIS DE MUDANÇA NOS FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAL	32
1.8. 1979-1986: O DESINTERESSE PELA ECONOMIA BRASILEIRA	38
1.9. CONSIDERAÇÕES FINAIS	42

CAPÍTULO 2- EMPRESAS MULTINACIONAIS E INVESTIMENTO DIRETO: ASPECTOS TEÓRICOS

2.1. INTRODUÇÃO	44
2.2. O ENFOQUE DOS DETERMINANTES INTERNOS À FIRMA	45
2.3. O ENFOQUE DAS VANTAGENS ESPECIAIS	48
2.4. O ENFOQUE ECLÉTICO	52
2.5. O ENFOQUE DO EXCESSO DE ACUMULAÇÃO DA FIRMA	55
2.6. O ENFOQUE DO CICLO DO PRODUTO	60
2.7. O ENFOQUE DA REAÇÃO OLIGOPOLISTA	63
2.8. A TEORIA DE ALIBER	66
2.9. A TEORIA DO "PORTFOLIO"	69
2.9.1. UMA BREVE APRESENTAÇÃO DO MODELO GERAL	70
2.9.2. TEORIAS DE "PORTFOLIO" E INVESTIMENTO DIRETO	76
2.10. TRABALHOS EMPÍRICOS	80
2.11. CONSIDERAÇÕES FINAIS	90

CAPÍTULO 3 - A MUDANÇA NO CENÁRIO MUNDIAL NA DÉCADA DE 80 E SEUS
EFEITOS SOBRE O INVESTIMENTO DIRETO

3.1. INTRODUÇÃO	92
3.2. OS ESTADOS UNIDOS TRANSFORMAM-SE EM RECEPTORES LÍQUIDOS DE CAPITAL	92
3.3. EFEITOS DA POLÍTICA DE AJUSTAMENTO BRASILEIRA SOBRE OS FLUXOS DE INVESTIMENTO EXTERNO	105
3.4. CONSIDERAÇÕES FINAIS	114

CAPÍTULO 4 - REESTRUTURAÇÃO DOS FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAL:
UMA ANÁLISE EMPÍRICA

4.1. INTRODUÇÃO	116
4.2. A DELIMITAÇÃO DO PORTFOLIO	118
4.3. O MODELO PROPOSTO	122
4.4. DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS	131
4.4.1. ESTOQUE DE CAPITAL AMERICANO NO EXTERIOR (EK)	131
4.4.2. RIQUEZA (W)	132
4.4.3. TAXAS DE RETORNO (R)	132
4.4.4. RISCO (σ)	135
4.5. RESTRIÇÃO AO MOVIMENTO DE CAPITAIS	137
4.6. RESULTADOS DO MODELO	140
4.7. INVESTIMENTO DIRETO: TENDÊNCIAS RECENTES DA DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA	153
4.8. CONSIDERAÇÕES FINAIS	166

CONCLUSÕES FINAIS	169
-------------------------	-----

BIBLIOGRAFIA	173
--------------------	-----

APÊNDICE	187
----------------	-----

ÍNDICE DE TABELAS

TABELA 1.1 INVESTIMENTOS DIRETOS E REINVESTIMENTOS NO BRASIL - 1956/60.....	14
TABELA 1.2 INVESTIMENTOS DIRETOS E REINVESTIMENTOS NO BRASIL - 1961/63.....	19
TABELA 1.3 INVESTIMENTOS DIRETOS E REINVESTIMENTOS NO BRASIL - 1964/67.....	24
TABELA 1.4 PROPORÇÃO DOS INVESTIMENTOS DIRETOS EM 1968 EM RELAÇÃO A	26
TABELA 1.5 INVESTIMENTOS DIRETOS E REINVESTIMENTOS NO BRASIL - 1968/73.....	27
TABELA 1.6 EVOLUÇÃO DO CAPITAL ESTRANGEIRO NO BRASIL - 1956/73.....	29
TABELA 1.7 CAPITAL ESTRANGEIRO NO BRASIL - 1974/78.....	34
TABELA 1.8 INVESTIMENTO DIRETO NOS ESTADOS UNIDOS.....	38
TABELA 1.9 CAPITAL ESTRANGEIRO NO BRASIL : INVESTIMENTOS, REINVESTIMENTOS E REMESSA DE LUCROS - 1979/86.....	39
TABELA 1.10 INVESTIMENTO DIRETOS E REINVESTIMENTOS NO BRASIL : DISTRIBUIÇÃO POR PAÍS.....	41
TABELA 1.11 INVESTIMENTOS DIRETOS E REINVESTIMENTOS NO BRASIL SEGUNDO OS RAMOS DE ATIVIDADE	42
TABELA 3.1 APRECIACÃO DO DÓLAR DESDE 1980.....	95
TABELA 3.2 EFEITO DO DÉFICIT GLOBAL DO GOVERNO.....	96
TABELA 3.3 RETORNO DO CAPITAL DE RISCO, MÉDIA DE 1980 E FEVEREIRO DE 1985.....	98
TABELA 3.4 MUDANÇA NOS ATIVOS PRIVADOS EXTERNOS NOS ESTADOS UNIDOS - 1982/85.....	99
TABELA 3.5 ESTADOS UNIDOS : MUDANÇA NA POSIÇÃO LÍQUIDA...	100
TABELA 3.6 ESTOQUE DE CAPITAL ESTRANGEIRO NOS EUA.....	103
TABELA 3.7 INVESTIMENTO DIRETO E CONVERSÃO DA DÍVIDA.....	113
TABELA 4.1 PARTICIPAÇÃO DE CADA PAÍS OU REGIÃO NO ESTOQUE DE CAPITAL AMERICANO NO EXTERIOR - 1965/86.....	121

TABELA 4.2 CRESCIMENTO DO PRODUTO NA AMÉRICA LATINA E
SUDESTE ASIÁTICO 1970-84.....158

TABELA 4.4 INDICADORES DE DÍVIDA EXTERNA, 1981 E 1980-83..162

INTRODUÇÃO

As discussões sobre o papel e os limites da participação do capital estrangeiro no desenvolvimento das diversas economias nacionais, especialmente as menos avançadas, são muitas vezes marcadas pela polêmica e passionalidade. No entanto, em 1986 os índices de investimentos diretos estrangeiros no Brasil atingiram marcas tão baixas que uniram os mais aguerridos xenófobos aos mais entusiasmados defensores da internacionalização da economia no alerta sobre o desinteresse do capital produtivo internacional pelo país.

Os mais diversos diagnósticos foram apresentados, incluindo-se entre os fatores explicativos o discurso anti-mercado do governo e a reserva de mercado, a instabilidade política e as mudanças trazidas pela Constituinte, a ausência de crescimento sustentado por parte da economia brasileira, a crise da dívida externa e a moratória.

Diante desse quadro onde, apesar de o Brasil não estar experimentando seu primeiro momento difícil no que se refere à entrada de investimentos externos, a falta de perspectivas positivas efetivamente assusta, surgiu a questão de identificar os fatores que fizeram a preferência dos investidores estrangeiros pelo país declinar.

O que mais chamava atenção era a forte ênfase dada, não só pela imprensa mas também pela comunidade acadêmica, aos determinantes internos desse processo. Não que estes tivessem importância desprezível. No entanto, parecia que os mesmos estavam condicionados a um movimento mais geral descrito a nível internacional, que se manifestava em duas instâncias.

A primeira estava ligada aos desequilíbrios externos que marcam as economias centrais na década de 80, em especial a economia americana, que de principal exportadora de capital se transforma na mais importante importadora.

É dessa forma, que os Estados Unidos de responsáveis por 61,1% do total de fluxos de investimento ao exterior em 1961-67 passam a responder por somente 45,8% deste total em 1968-73, 26,3% em 1974-79 até atingir 0,3% em 1980-84 ⁽¹⁾. Concomitantemente esse país passa a receber proporções crescentes de investimento internacional: de 2,6% em 1961-67 para 11,4% em 1968-73, 27,4% em 1974-79 até atingir 55,4% em 1980-84.

(1) Estes valores, assim como os demais apresentados nesta introdução, são distribuições percentuais calculadas a partir dos dados relativos aos investimentos diretos de 13 países centrais - Canadá, Estados Unidos, Japão, Austrália, Bélgica, França, Alemanha, Itália, Países Baixos, Suíça, Inglaterra, Espanha, Noruega. A informação foi obtida de OECD International and multinational enterprises: recent international investment trends, 1981 e IMF, Balance of Payments Yearbook, 1984.

Tal mudança levou a uma desconcentração no que diz respeito à origem do capital, resultando no aumento da importância do Japão, Canadá e Alemanha que passam de 2,4% em 1961-67 para 18,3% em 1980-84, de 2,3% para 15,8% e de 7,2% para 13,9% respectivamente em termos de saídas de fluxos de investimento direto. Tais marcas não se comparam nem de longe às assumidas pela economia americana no início do período considerado acima, mas indicam uma alteração substancial na definição dos países exportadores.

A segunda estava associada a transformações de maturação mais longa, relacionadas ao destino dos fluxos de investimento a partir dos Estados Unidos, onde observava-se um movimento de reorientação do capital produtivo a nível mundial em que eram redefinidas as prioridades de localização.

A América Latina, incluindo o Brasil, parecia perder espaço não só para as economias desenvolvidas, mas especialmente para os países do Sudeste Asiático. Assim, o estoque de capital estrangeiro no Brasil entre 1973 e 1983 cresceu 12,6% ao ano, ficando atrás entre outros de Cingapura, Indonésia, Malásia, Hong Kong.

Tendo como objetivo estudar como se integraram a mudança na posição líquida americana e a reorientação dos capitais internacionais na década de 80, do ponto de vista

externo, e a evolução da economia brasileira, do ponto de vista interno, na explicação do comportamento dos fluxos de investimento direto para o Brasil, a dissertação foi dividida em 4 capítulos.

O primeiro deles procura desenhar a evolução histórica do investimento estrangeiro no Brasil de 1956 a 1986 a partir dos condicionantes internos e externos que o determinaram, buscando-se com isto mostrar o caráter inusitado da década de 80, quando os volumes de investimentos diretos que ingressaram no país atingiram níveis extremamente baixos e as remessas de lucros alcançaram cifras elevadas, definindo um fenômeno novo na história econômica brasileira.

Deve-se ressaltar que a análise com relação aos elementos externos centra-se no desenvolvimento do papel desempenhado pelos Estados Unidos, não só por estes terem sido tradicionalmente responsáveis pela maior parcela de estoque de capital existente no exterior, como pelo fato de descreverem a principal mudança com relação aos investimentos diretos no período relevante de análise não só em termos globais mas, principalmente, com relação ao Brasil. Um outro motivo é decorrente da disponibilidade de dados, na medida em que este país publica os valores anuais dos seus investimentos diretos realizados nos demais países a níveis bastante desagregados.

O segundo capítulo é dedicado a uma revisão da literatura sobre os determinantes das decisões de investimento no exterior. Devido à existência de uma ampla gama de trabalhos sobre o assunto, optou-se por delimitar como de interesse aqueles publicados a partir da década de 60. Isso porque é nessa época que surgem e se multiplicam as formulações que levam em conta as imperfeições de mercado como elemento explicativo da produção no exterior em contraposição à formulação neoclássica tradicional, inaugurando uma nova forma de encarar o problema. Do mesmo modo, ressurgem numa roupagem mais ampla a teoria neoclássica através dos modelos de "portfolio" para decisões internacionais, que se consolidaram basicamente na década de 70 e constituem um desenvolvimento pouco explorado na literatura que merece ser examinado.

Amparado pelos avanços e limitações dos diferentes enfoques alternativos foi possível explicitar as variáveis relevantes na tomada de decisão na década de 80, a nível interno e externo, definindo-se a partir das duas instâncias mencionadas anteriormente os elementos explicativos do desinteresse dos investidores estrangeiros pelo Brasil e que comporão os dois capítulos finais.

O terceiro capítulo procura esboçar as mudanças que ocorreram no cenário econômico mundial na década de 80 e

estabelecer de que forma estas podem, associadas às transformações sofridas internamente pela economia brasileira, explicar as alterações nas preferências dos exportadores de capital em geral e dos americanos em particular pelo Brasil.

Finalmente, o quarto capítulo propõe um modelo de "portfolio" para a verificação empírica do movimento de reorientação dos fluxos de investimento americano em termos geográficos. É definida a especificação do modelo e as dificuldades enfrentadas em sua formulação. Os resultados obtidos são analisados a partir das especificidades das diversas regiões de destino, buscando-se determinar como as estratégias de crescimento adotadas, desempenho das economias, problemas externos gerais enfrentados pelas diversas regiões atuaram no sentido de definir os novos locais de atratividade.

Ao final apresenta-se um resumo das principais conclusões do trabalho.

CAPÍTULO 1- EVOLUÇÃO DO INVESTIMENTO DIRETO NO BRASIL: 1956-1986

1.1- INTRODUÇÃO

O objetivo deste capítulo é oferecer uma descrição do comportamento dos fluxos de investimento direto para o Brasil desde 1956, quando estes passam a ter papel extremamente importante no desenvolvimento da economia brasileira.

Procura-se levar em conta, ao lado dos condicionantes internos da entrada de capital de risco no país, alguns elementos a nível internacional que foram mais decisivos.

Deve-se ressaltar que não se pretende realizar um exame exaustivo do histórico do investimento direto mas traçar, em linhas gerais, como este evoluiu a fim de explicitar as especificidades que marcam a década de 80, quando se observa uma reversão das tendências positivas que marcaram a presença do capital estrangeiro no país.

1.2- BREVE PERSPECTIVA HISTÓRICA

A presença de empresas estrangeiras na economia brasileira, iniciada por volta de 1850, vem acompanhada durante sua evolução de mudanças no que se refere à origem do capital e aos setores de destino. Diante disso, podem-se

definir duas grandes etapas distintas de penetração do capital estrangeiro no Brasil.⁽¹⁾

A primeira delas, que vai de 1860 ao final do século, é caracterizada pela concentração dos investimentos estrangeiros em atividades não industriais: bancos e seguros, exportação e importação, companhias de navegação, mineração. A partir de 1880 ocorre uma pequena alteração, passando a ganhar importância os investimentos nos serviços públicos, relacionados à construção de ferrovias, eletricidade, transporte urbano, portos, etc.

No que diz respeito à origem do capital, nesta fase inicial é clara a supremacia do capital inglês que responde por mais de 75% do investimento direto realizado, acompanhado à distância pela França que era responsável por 6%.

Do início do século até a Primeira Guerra Mundial se verifica um crescimento acentuado do fluxo de investimento estrangeiro, num volume superior ao do período anterior em torno de 200 milhões de libras. Ocorre uma queda relativa da participação do capital inglês paralelamente à intensificação da participação dos Estados Unidos e do Canadá. Os investimentos em serviços de utilidade pública crescem. O mais importante, no entanto, é o aumento

(1) A maior parte das observações contidas nesta seção foram obtidas de FOSSAS (1983).

substancial do investimento estrangeiro na indústria de transformação, ainda que este representasse apenas 7% do total do capital estrangeiro investido no país.

Tem-se, dessa maneira, que a grande maioria das empresas estrangeiras que operavam no Brasil antes da Primeira Guerra se dedicavam a outras atividades, que não manufatureiras, quando aqui se instalavam (Esso, Shell, Light), podendo-se citar como exceções a Fiat Lux e a Bung Born.

A consolidação da presença de empresas estrangeiras industriais se dá somente depois da Primeira Guerra e, especialmente, depois de 1930. Embora a produção de café ainda fosse dominante em termos econômicos, já estavam presentes com certo grau de desenvolvimento as bases da industrialização, o que estimulava a decisão com relação aos investimentos industriais. Embora até 1945 os investimentos estrangeiros tenham se localizado predominantemente na indústria alimentícia (de 1930 a 1945 cerca de 50% dos investimentos estrangeiros se concentravam neste setor⁽²⁾), estes também se destacavam de forma importante em alguns dos setores "modernos" como química e material elétrico e de comunicações.

(2) PIGNATON (1973), p.26.

Depois da Segunda Guerra Mundial as empresas estrangeiras adquirem uma importância muito grande, passando a ser responsáveis pela instalação dos ramos industriais que o capital nacional não conseguia levar à frente sozinho. À medida em que isso ocorria as firmas locais entravam num processo de diversificação em que passavam a competir com as estrangeiras, ao mesmo tempo em que estas aumentavam sua penetração nas indústrias "tradicionais" (3).

1.3 - 1956-1961: PROMOÇÃO À ENTRADA DO CAPITAL ESTRANGEIRO

O período que vai de 1956 a 1961 representa a consolidação definitiva da presença de empresas estrangeiras na economia brasileira, principalmente nos setores industriais estratégicos ao desenvolvimento. (4).

Uma série de fatores operaram, a nível interno e externo, para o crescimento da magnitude do capital

(3) QUEIROZ & EVANS (1977).

(4) Durante esse período os setores que receberam maior quantidade de investimento estrangeiro foram em ordem decrescente: Material de Transporte (28% do total), Química (24%), Metalurgia (10%), Material Elétrico e de Comunicações (7%) e Mecânica (6%). Embora todos esses fossem setores "dinâmicos" e de interesse primordial nesta fase da industrialização brasileira, não se pode esquecer que setores "tradicionais" como Alimentos e Têxteis também receberam volumes significativos de investimento estrangeiro neste período. Isso em grande parte é decorrência do grande volume de reinvestimento observado nestes setores, na medida em que já haviam se instalado há mais tempo no país. Essas porcentagens foram obtidas a partir dos dados fornecidos por PIGNATON (1973).

estrangeiro investido na economia brasileira durante esse período. Começamos pelos primeiros.

O governo formulou um amplo e articulado programa de industrialização (Plano de Metas - 1957/60) que tinha como objetivo corrigir os desequilíbrios decorrentes do processo de industrialização desordenado ("não intencional") dos períodos anteriores, com vista a assegurar o desenvolvimento de longo prazo da economia brasileira. Foram centrados esforços na expansão do sistema de transporte e energia e na consolidação da indústria intermediária, uma vez que anteriormente já tinham sido lançadas as bases do setor siderúrgico e de produção e refino de petróleo através da criação da Petrobrás. Foi definido ainda como objetivo a instalação de um setor produtor de bens de capital, induzido pela evolução "natural" do processo de substituição de importações.

Diante de uma quantidade tão grande de objetivos a serem alcançados, de uma propensão a poupar insuficiente para atender aos objetivos do crescimento, da ausência de um sistema de intermediação financeira desenvolvido e organizado e de um setor público que tivesse nas mãos instrumentos eficazes de captação de recursos, o capital estrangeiro aparece como fonte de recursos fundamental para o Plano de Metas. Dentro desse quadro, a política com

relação aos capitais externos ganha caráter mais definido e acabado.

Neste sentido foram tomadas a partir de 1953 uma série de medidas, definindo uma política bastante liberal do governo no que se refere à absorção de investimentos do exterior.

Em 17 de janeiro de 1955 estabeleceu-se a instrução 113 da SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito) que concedia aos investidores externos o direito de importar bens de capital sem cobertura cambial. A responsabilidade pela concessão de licença era da CACEX (Carteira de Comércio Exterior) que poderia conceder taxa de câmbio favorecida para a remessa de lucros e amortizações dos investimentos estrangeiros diretos até 10% do capital registrado da empresa.

Como efeitos importantes do estabelecimento dessa instrução pode-se citar o interesse despertado no capital nacional pela associação com o capital estrangeiro, uma vez que somente dessa maneira seria possível o acesso às vantagens expressas na 113 e o fato de ter tornado explícito, a nível das decisões empresariais, a posição favorável do Brasil em relação aos investidores externos.

Uma outra medida importante foi a mudança do sistema cambial em agosto de 1957. Esta reduziu as cinco categorias de importação existentes anteriormente a somente duas: a geral, relativa a matérias-primas, bens de capital e bens essenciais de consumo e a especial, relativa aos bens de consumo não essenciais. Foi definida ainda, uma "taxa de câmbio de custo" para o trigo, petróleo, fertilizante, entre outros. De acordo com esse critério, os produtos que a indústria interna já tinha condições de oferecer adequadamente só podiam ser importados na categoria especial, onde o custo de câmbio era mais elevado. Intensificou-se ainda o rigor na aplicação da Lei dos Similares Nacionais (criada em 1890 e reformulada em 1911). Essa proteção ao mercado interno, trazida pelas mudanças expressas anteriormente, parece ter estimulado os investidores estrangeiros a passarem da simples exportação para a produção local, por meio da ameaça de perda do mercado.

Neste período foram também criados programas especiais de incentivo a determinadas indústrias: construção naval, mecânica pesada, automobilística. O referente a este último setor foi o mais bem sucedido, conduzido pelo GEIA (Grupo Executivo da Indústria Automobilística). Levava em conta não somente metas de produção mas também de nacionalização, através da substituição de peças estrangeiras por nacionais. Vantagens para a importação de equipamentos e componentes

foram concedidos em troca do compromisso de substituir gradativamente os insumos importados pelos produzidos no país.

Juntamente com os incentivos concedidos pela legislação, a própria industrialização, por seu ritmo e intensidade, fizeram com que o Brasil se apresentasse como um local de interesse para os investimentos estrangeiros, que assumiram magnitudes continuamente expressivas durante todo o período.

TABELA 1.1

INVESTIMENTOS DIRETOS E REINVESTIMENTOS NO BRASIL

1956/60 US\$ mi

ANOS	INVEST. LIQUIDO	REINVESTIMENTOS
1956	89	50
1957	143	35
1958	110	18
1959	124	34
1960	99	39

Fonte : Banco Central, Boletim Mensal - 4/6 de 1965

Entretanto, o êxito na atração de capitais internacionais não deve ser creditado somente aos condicionantes internos. É extremamente importante na

explicação desse processo a evolução da economia internacional no pós-guerra.

O término da reconstrução do pós-guerra marca uma mudança forte na composição de forças a nível externo. De um lado, as economias européia e japonesa ganham dinamismo e competitividade. De outro, os Estados Unidos, ainda que continuassem mantendo sua hegemonia como centro industrial, tecnológico e financeiro têm sua participação reduzida no comércio internacional.

De fato, o que se observa é um descompasso em termos do nível de desenvolvimento atingido por estas diferentes economias. A economia americana caracterizava-se por sua vantagem tecnológica e por um mercado maduro para uma série de produtos, o que fazia com que o desempenho de seu mercado consumidor estivesse ligado basicamente ao crescimento da população. Num primeiro momento, oportunidades novas e lucrativas de crescimento foram criadas pela introdução de novos produtos. À medida que essas iam se esgotando fazia-se necessário encontrar outras alternativas, apresentando-se o investimento no exterior como oportunidade das mais lucrativas. A vigorosa expansão da Europa e do Japão atuou como impulso complementar, ainda mais que nesses países

estavam se implantando atividades há muito amplamente desenvolvidas nos Estados Unidos.⁽⁵⁾

Não se deve, contudo, imaginar que esse avanço das empresas americanas rumo ao exterior tenha se dado de forma tranquila. As empresas européias procuraram responder no mesmo sentido, o que confere ao "desafio americano" ⁽⁶⁾ um caráter extremamente parcial. No início dos anos 60 intensifica-se o processo de internacionalização por parte da Europa, que assume principalmente a forma de investimentos entre os países do próprio continente.

Deve-se ressaltar ainda, que embora tenha havido um crescimento significativo do volume de inversões externas no Brasil durante esse período, por parte das empresas americanas o interesse se concentrou principalmente na Europa. Isso se deve em parte ao acirramento da concorrência anteriormente descrito. De outro lado pode ser associado à liberalização comercial, ao retorno à conversibilidade e à crescente integração econômica que levou à criação do Mercado Comum Europeu em 1949. Esta proteção ao mercado

(5) Concorde-se que nessa fase o processo de internacionalização é decorrente de um excesso de acumulação nas economias centrais face às baixas taxas de crescimento de seus mercados domésticos. Teoricamente essa concepção foi desenvolvida por COUTINHO (1975) e GUIMARÃES (1982). Nas suas análises históricas compartilham dessa visão CASTRO (1975) e TEIXEIRA (1983).

(6) Expressão cunhada por Servan-Screiber (1967), "The American Challenge", para descrever a expansão das grandes corporações americanas à nível internacional após a II Guerra.

européu parece ter estimulado os investimentos americanos pela ameaça de perda de um mercado não apenas grande como também em expansão.⁽⁷⁾

1.4 - 1961-1964: A PERDA DE CONFIANÇA POLÍTICA E A REDUÇÃO DOS FLUXOS DE INVESTIMENTO DIRETO

No início dos anos 60 começam a se esboçar os primeiros sinais de esgotamento da fase de crescimento vivida anteriormente, trazendo à tona os desequilíbrios estruturais existentes e a ausência de mecanismos que permitissem a correção destes. A taxa de crescimento da economia cai vertiginosamente (de 7,7% em 1961 para 5,5% em 1962 e 2,1% em 1963) ao mesmo tempo em que se verifica uma rápida aceleração das taxas de inflação (37% em 1961, 51% em 1962 e 73% em 1963).

Do ponto de vista político as condições não se apresentavam mais favoráveis. A insatisfação e o desejo de mudança eram crescentes o que era claramente expresso pelo lema "mudanças de base". Contudo, a ausência de condições políticas bem definidas fez com que não se desse a implantação efetiva das teses apresentadas, que acabaram ficando mais no plano das intenções.

(7) Alguns autores, como se verá no capítulo 2, defendem a tese de que a criação do Mercado Comum Europeu não teria atuado como estímulo ao investimento direto nesta região.

No que se refere ao setor externo os problemas também não eram poucos. A piora dos termos de troca e a concentração das obrigações financeiras externas no curto e médio prazo fizeram com que fossem acumulados pesados déficits no balanço de pagamentos ao longo da década de 50.

Dentro desse quadro a política com relação aos capitais estrangeiros sofre mudanças substanciais.

O primeiro passo nesta direção foi a aprovação da lei 4.131 em 3 de setembro de 1962, regulamentada posteriormente pelo decreto nº. 53.451 de 20 de janeiro de 1964. Esta passava a considerar os reinvestimentos, ou seja, a parte dos lucros das empresas não remetida para o exterior como capital nacional não podendo, dessa forma, serem acrescentados ao capital registrado como estrangeiro. Dado que a remessa de lucros passava a ficar limitada a 10% do capital registrado, a não inclusão dos reinvestimentos como capital estrangeiro tinha como consequência imediata a redução do teto das remessas. A repatriação de capital ficava limitada a 20% do capital registrado.

As novas determinações trazidas pela legislação representaram uma mudança de orientação na receptividade até então bastante positiva ao capital estrangeiro, colaborando para a redução da entrada de investimento direto.

A esta vem se juntar o comportamento recessivo da economia brasileira, que aparece como o elemento desestimulador mais decisivo do interesse dos investidores externos pelo Brasil. Os investimentos líquidos caem sistematicamente, chegando em 1963 a atingir cerca de um quarto dos valores nominais de 1961.

TABELA 1.2
INVESTIMENTOS DIRETOS E REINVESTIMENTOS NO BRASIL

	1961/63	US\$ mi
ANO	INVEST. LIQUIDO	REINVESTIMENTOS
1961	108	39
1962	69	63
1963	30	57

FONTE : Banco Central, Boletim Mensal - 4/6 de 1965

Do ponto de vista das economias exportadoras, a principal mudança está ligada à economia americana. Em 1963, na tentativa de reduzir os problemas na conta de capital do balanço de pagamentos, foram aprovadas duas leis pelo governo dos Estados Unidos para evitar uma saída excessiva de capitais. A primeira, a equalização das taxas de juros, dificultava o acesso de tomadores externos ao mercado financeiro americano e impedia os bancos americanos de emprestar. A segunda, o programa de restrição voluntário, estabeleceu controles sobre as empresas multinacionais, colocando limites às exportações de capital. Esse programa

foi voluntário até 1968, tornando-se obrigatório a partir de então até 1973, quando é abandonado.

Estas medidas podem de alguma forma ter desestimulado o investimento americano no Brasil, uma vez que constituíram políticas deliberadas do país de origem de controlar seus fluxos de capital em direção ao exterior, ainda que tivessem caráter generalizado e não visassem diretamente à economia brasileira.

1.5 - 1964-1967 : EXPLICITAÇÃO DO PAPEL QUE CABE AO CAPITAL ESTRANGEIRO

A partir de 1964 a prioridade da política econômica deixa de ser o desenvolvimento e passa a ser o combate à inflação. Esta, que tinha atuado como um mecanismo de poupança forçada e como tal ajudado na sustentação do nível de investimento, transformou-se no problema maior para as autoridades econômicas.

Dentro desse contexto aparece o Programa de Ação Econômica do Governo-PAEG(1964-1966) tendo como meta principal a adoção de uma política firme de combate à inflação. Apontava como sendo basicamente três as causas das subidas constantes de preços: um déficit público excessivo resultante da prática de financiamento via emissão de moeda, a expansão de crédito e os aumentos salariais superiores aos

aumentos de produtividade. Diante deste diagnóstico, foram adotadas uma política monetária bastante restritiva, uma política de redução do déficit governamental baseada principalmente no aumento da receita e uma política de reajuste salarial a níveis inferiores ao da inflação passada.

Do ponto de vista do capital estrangeiro, o PAEG deixava claramente expressa a importância da entrada de capitais externos como forma de acelerar o processo de desenvolvimento econômico do país. Dentro desse espírito mudanças importantes ocorrem na legislação de capital estrangeiro.

A principal se refere à revogação, em setembro de 1964 (lei 4.390), dos artigos da lei 4.131⁽⁸⁾ que estabeleciam o limite de 10% do capital registrado para a remessa de lucros e a classificação dos lucros que excedessem esse limite como capital nacional. No que se refere ao primeiro aspecto, passa a ser permitido às empresas estrangeiras remeterem ao exterior até 12% do capital registrado e a vigorar um imposto suplementar para as remessas de lucros cuja média em

(8) Como ressaltado anteriormente, a lei 4.131 foi regulamentada em janeiro de 1964, ficando 8 meses em vigor. É importante notar que os investidores estrangeiros estão mais preocupados com a estabilidade dos limites impostos do que com o grau de rigidez implícito nos mesmos (cf. pesquisa realizada pela Revista Exame (1974)). Daí a necessidade de chamar atenção para as idas e vindas sofridas pela legislação sobre capital estrangeiro no Brasil.

um triênio excedesse esse limite⁽⁹⁾. Até esse nível o imposto cobrado era de 25% ou 15% se existisse acordo de bitributação com o país de origem do capital. Passa a ser de 40% sobre os lucros entre 12% e 15%, de 50% sobre aqueles na faixa de 15% a 25% e de 60% sobre os que excedessem 25%. A repatriação do capital passa a ser totalmente livre. A mudança mais importante se refere, contudo, ao segundo aspecto. Os reinvestimentos passam a ser considerados novamente como capital estrangeiro, com o que a taxa de 12% para remessa passa também a levar em conta os lucros reinvestidos.

Em 6 de fevereiro de 1965 foi estabelecido o "Acordo sobre Garantia de Investimentos entre Brasil e Estados Unidos da América", segundo o qual qualquer empresa americana que fosse nacionalizada teria direito de receber um seguro do governo americano, passando a questão a ser resolvida entre os governos brasileiro e americano. Isso representou um aumento da confiança das empresas americanas na economia brasileira, uma vez que passavam a ter a garantia de que qualquer processo de nacionalização seria arbitrado pelo governo americano e não diretamente entre a empresa e o governo brasileiro.

(9) Devido ao mecanismo legal de contagem do triênio, em que os dois últimos anos do triênio anterior correspondiam aos dois primeiros do triênio seguinte, na prática, podiam ser remetidos ao exterior sob a forma de lucros 12% do capital registrado por ano.

Outra medida importante foi a instrução 289 da SUMOC de janeiro de 1965. Esta possibilitava a contratação direta de empréstimos em moeda estrangeira entre firmas brasileiras e empresas no exterior, desde que estes se destinassem ao financiamento de capital de giro⁽¹⁰⁾. Na prática isto implicou na criação de uma fonte alternativa de crédito para as empresas estrangeiras que não estava ao alcance das empresas nacionais, exceto as estatais e as grandes empresas privadas, na medida em que as primeiras tinham obviamente maior acesso aos financiadores externos. Tal medida, aliada à política de contração de crédito interno adotada como meio de combate à inflação, fez com que a situação das empresas nacionais se apresentasse duplamente debilitada, tornando-se presas fáceis para as firmas estrangeiras que tinham um poder de financiamento maior⁽¹¹⁾.

A mudança de sinal expressa pelos incentivos dados ao capital estrangeiro não apresentou, entretanto, resultados imediatos, mantendo-se a entrada de capital estrangeiro em

(10) Em 1967 a lei 4.131 também passou a adotar um sistema de financiamento externo semelhante ao da instrução 289, que por estabelecer a contratação direta de empréstimos, sem intermediação bancária, foi utilizada principalmente pelas empresas estrangeiras. Sucessivamente a instrução 289 foi sendo menos utilizada, acabando extinta em 1972.

(11) Para amenizar este problema estabeleceu-se a Resolução 63 do Banco Central de agosto de 1967. Através dessa medida tornou-se possível a contratação direta de empréstimos, a serem repassados a empresas no país, pelos bancos de investimento e desenvolvimento e bancos comerciais autorizados a operar com câmbio. Dessa forma, a empresa não precisaria contactar diretamente a agência financeira no exterior, como ocorria com a instrução 289, facilitando o acesso até então complicado das empresas nacionais ao financiamento no exterior.

níveis bastante baixos durante todo o período como mostra a tabela 1.3. Esta falta de interesse dos investidores externos pela economia brasileira deveu-se em parte à espera de uma consolidação e definição clara do governo que assumia o poder em 1964 e ao desaquecimento da economia que durou até 1968. Tem-se ainda, que a existência de capacidade ociosa em alguns dos setores dominados pelo capital estrangeiro acabou por desestimular novos investimentos.

TABELA 1.3
INVESTIMENTOS DIRETOS E REINVESTIMENTOS NO BRASIL

	1964/67	US\$ mi
ANO	INVEST. LIQUIDO	REINVESTIMENTOS
1964	28	58
1965	70	84
1966	74	85
1967	76	39

FONTE : Banco Central, Boletim Mensal - 10/12 de 1967

1.6 - 1968-1973 : OS EMPRÉSTIMOS COMO FORMA DOMINANTE DE ENTRADA DO CAPITAL ESTRANGEIRO

Os ajustes efetivados ao longo de 1964-67 produziram resultados extremamente positivos dentro dos objetivos traçados, destacando-se a queda da taxa de inflação, a recuperação do crédito externo e do balanço de pagamentos e a realização de profundas reformas institucionais. À esta arrumação da casa, seguiu-se uma mudança na condução da política monetária no sentido de uma maior expansão que

levou a economia a uma nova onda de crescimento de proporções até então desconhecidas, inaugurando a fase conhecida por "milagre" brasileiro.

Este período coincide com a explicitação a nível internacional do novo jogo de forças. A perda de espaço no que se refere ao comércio, sofrida pelos Estados Unidos em quase todos os ramos da manufatura, fez com que o sistema de filiais aparecesse como a nova forma de concorrência. Passa-se a uma etapa de transnacionalização geral do sistema onde a concorrência européia e japonesa, depois de se fazer presente no âmbito do comércio, começa a agir ostensivamente no que se refere ao investimento direto. As filiais desses países começam a se expandir, ocupando espaços até então sob controle majoritariamente americano, conduzindo a novas transformações nos países da periferia.

Esse processo é ilustrado com clareza pela tabela 1.4 . Enquanto o investimento direto americano continua a representar cerca de 60% do investimento direto total, os investimentos no exterior realizados pelo Japão e Alemanha apresentam taxas anuais de crescimento muito mais elevadas.

TABELA 1.4

PROPORÇÃO DOS INVESTIMENTOS DIRETOS EM 1968 EM RELAÇÃO A:
(em porcentagem)

PAÍS INVESTIDOR	INVEST.DIRETO MUNDIAL	EXPORT.	PNB	TAXA ANUAL DE CRESC. INVEST. ESTRANGEIRO 1966/69
USA	61	183	7	9
Reino Unido	17	109	17	8
França	4	37	4	8
Alemanha	4	12	3	25
Canadá	3	34	6	3
Japão	2	10	1	40

FONTE : B. Hymer (1978).

Do ponto de vista interno, os rumos assumidos pela economia brasileira atuaram no sentido de aproveitar ao máximo as mudanças ocorridas à nível internacional.

A política de incentivos ao capital estrangeiro, que tinha ganhado contornos bem definidos até 1967, não sofre maiores mudanças. O Programa Estratégico de Desenvolvimento (1971-1973) mantém a orientação do PAEG, considerando o investimento direto do exterior fundamental para o desenvolvimento da economia nacional.

Isto, aliado à retomada do crescimento econômico, atuou como um poderoso incentivo à entrada de capital estrangeiro, principalmente na medida em que a expansão foi liderada pelos setores onde predominava a participação

estrangeira (bens duráveis). Como resultado, até países com pouca tradição de investimento no país (Japão, Itália, Arábia) passam a marcar sua presença na economia brasileira. A entrada de investimentos líquidos se recupera firmemente, atingindo já em 1969 níveis superiores aos alcançados nos anos 50 (tabela 1.5).

TABELA 1.5

INVESTIMENTOS DIRETOS E REINVESTIMENTOS NO BRASIL

	1968/73	US\$ mi
ANOS	Invest. Líquido	Reinvestimento
1968	63	48
1969	189	133
1970	146	22
1971	169	395
1972	337	201
1973	977	512

FONTE: Banco Central, Boletim mensal - 10/12 de 1967.

Embora não tenha sido criado nenhum incentivo específico à empresa estrangeira, a orientação no sentido de uma maior extroversão e preocupação com as exportações durante esse período acabou por favorecer estas empresas. A partir de 1968 foram estabelecidos uma série de incentivos à exportação: isenção de impostos para produtos exportados, concessão de créditos fiscais, consolidação da infraestrutura de transportes, portos, etc., criação de "trading companies".

Ainda que estas medidas não se dirigissem especificamente às empresas multinacionais ou nacionais, as primeiras estavam em condições melhores para conquistar o mercado internacional de manufaturas. Afinal de contas, produziam dentro do padrão internacional na medida em que utilizavam tecnologia e desenhos de produto transpostos dos seus países de origem e dispunham de uma rede internacional de comercialização.

O desenvolvimento de condições favoráveis tanto a nível interno quanto externo não impediu, contudo, que houvesse uma mudança profunda na forma de penetração do capital estrangeiro na economia brasileira. Desde o início da década de 70 verifica-se um declínio da importância relativa dos investimentos diretos nos fluxos de capital destinados à economia brasileira. Embora tais investimentos tenham continuado a crescer em termos absolutos, os empréstimos e financiamentos passaram a ser dominantes nos fluxos privados de capital, aparecendo como principal fonte externa de recursos.

A tabela 1.6 dá a medida exata do que ocorreu.

TABELA 1.6

EVOLUÇÃO DO CAPITAL ESTRANGEIRO NO BRASIL

1956/73

US\$ m1

ANOS	Saldo Transações Correntes ^(a)	Empréstimos Financiamentos (Líquido) ^(b)	Investimentos Diretos (Líquido) ^(c)
1956	57	+44	89
1957	-264	+77	143
1958	-248	+49	110
1959	-311	+62	124
1960	-478	-69	98
1961	-222	+252	108
1962	-389	+15	69
1963	-114	-114	30
1964	+140	-56	28
1965	+368	+59	70
1966	+54	+158	74
1967	-237	+86	76
1968	-508	+99	63
1969	-281	+530	189
1970	-562	+761	146
1971	-1307	+1187	169
1972	-1489	+3097	337
1973	-1688	+2823	977

a. O balanço de transações correntes (balanço comercial e de serviços) mostra se o país é um importador ou exportador de capitais. Mais especificamente, um déficit em conta corrente reflete uma absorção de capitais estrangeiros pelo país e um superávit o contrário.

b. Empréstimos e financiamentos de médio e longo prazo menos amortizações.

c. Investimentos diretos menos retorno do capital. A entrada de recursos tanto na coluna de empréstimos e financiamentos quanto na de investimentos diretos é registrado por sinais positivos e a saída por sinais negativos.

FONTE: Banco Central, Boletim Mensal, vários números.

Pela coluna 1 pode-se perceber que o Brasil se caracterizou pela importação de capitais, exceto de 1964 a 1966 quando a saída de capitais superou o ingresso destes.

No que se refere à forma de entrada tem-se que entre 1956 e 1962 predominam os investimentos diretos. Em 1963 e 1964 o saldo dos empréstimos torna-se negativo, indicando que as amortizações excederam os novos empréstimos e os investimentos diretos se reduzem drasticamente. A partir de 1966 ambos os saldos se recuperam, ocorrendo ao mesmo tempo uma mudança qualitativa, com os empréstimos e financiamentos superando o valor dos investimentos diretos. A partir de 1969 aqueles acabam se transformando na forma predominante de penetração do capital estrangeiro.

Essa mudança na forma de entrada do capital estrangeiro leva à uma associação estreita entre o capital produtivo situado no Brasil e o sistema financeiro internacional.

Durante esse período o endividamento externo foi efetuado em sua maioria pelo setor privado, especialmente pelas firmas multinacionais. No que se refere aos empréstimos em moeda, cerca de 80% dos financiamentos foram contratados por empresas estrangeiras via lei 4.131 e instrução 289. Não se sabe qual foi o papel da Resolução 63

neste processo uma vez que não existem dados diretos sobre o destino final dos empréstimos contraídos dessa forma⁽¹²⁾.

Isso revela uma mudança na forma de financiamento da expansão das empresas multinacionais que passa do predomínio dos lucros retidos para uma utilização crescente do capital de terceiros. O financiamento por meio de empréstimos em moeda é preferível na medida em que agiliza a repatriação do capital inicial e pelo fato de garantir um retorno independente dos resultados econômicos uma vez que se constituem em obrigações contratuais.

A facilidade de acesso aos fundos disponíveis no mercado financeiro internacional de que gozavam as empresas estrangeiras mais uma vez permitiu que estas tivessem condições de, através da compra, efetuar a concentração e absorção do capital nacional. Newfarmer e Müller, a partir de uma amostra de grandes empresas americanas, chegam à conclusão de que nos períodos 1966-1970 e 1971-1973, respectivamente 52% e 61% das filiais estrangeiras que aqui passaram a atuar o fizeram por meio da aquisição de indústrias brasileiras⁽¹³⁾.

(12) J.E. de CARVALHO PEREIRA Financiamento externo e crescimento econômico no Brasil 1966/73, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1974, citado por BAER (1986), p. 137.

(13) R. NEWFARMER & W. MULLER MNCs in Brazil and Mexico: structural sources of economic and non economic power, Washington, US Senate, 1975, citado por BONELLI & MALAN (1976), p. 397.

1.7 - 1974-1978 : PRIMEIROS SINAIS DE MUDANÇA NOS FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAL

Nesse período manifestam-se os desequilíbrios que marcaram o processo de crescimento brasileiro dos anos anteriores: desajustes intersetoriais, processo de endividamento já com características de retroalimentação, presença de focos inflacionários e tendências à deterioração na balança comercial.

O primeiro choque do petróleo vem, assim, apenas antecipar problemas que mais cedo ou mais tarde se manifestariam.

Diante desse quadro o governo opta por não interromper a expansão da economia que havia caracterizado o período anterior, estabelecendo como imperativa a continuação do crescimento. Para tanto anuncia o II Plano Nacional de Desenvolvimento Econômico (II PND) que tinha como objetivos superar o atraso relativo dos setores produtores de insumos intermediários e bens de capital e contornar o problema energético através de investimentos vultosos neste setor. Isso possibilitaria a recuperação do saldo da balança comercial e garantiria a continuidade do crescimento.

Para concretizar esses objetivos o governo se esforçou ao máximo para que o empresariado, principalmente o

nacional, se dispusesse a assumir investimentos em áreas da indústria pesada. O sistema de incentivos do governo foi reorientado para os setores que eram considerados prioritários e os instrumentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) canalizados em direção a esse esforço. Embora não explicitamente, o governo pressupunha que o sucesso do programa dependia em grande parte do desempenho das próprias empresas estatais. De fato seus investimentos eram imprescindíveis, na medida em que se concentravam em setores estratégicos e tinham importantes efeitos de encadeamento sobre o setor privado. Além do mais, por terem um período de maturação mais longo, tiveram seus resultados efetivados depois da retração dos investimentos privados (o que se deu por volta de 1976), dando um fôlego adicional à economia.

No que se refere ao papel a ser desempenhado pelo capital estrangeiro, ainda que o II PND declarasse que nos setores definidos pelo Governo o controle deveria ser exercido pelas empresas nacionais, procurou-se deixar claramente expressa a receptividade do país em relação aos capitais externos. Neste sentido, assumiu-se explicitamente que não seria utilizada legislação de caráter restritivo e que se manteria a estabilidade das "regras do jogo"⁽¹⁴⁾.

(14) II Plano Nacional de Desenvolvimento Econômico (II PND) - 1975-1979, p. 53.

Vale ressaltar ainda que, principalmente após 1976, as autoridades econômicas passaram a pressionar para que as empresas multinacionais se associassem aos capitais nacionais (privados e públicos) e aumentassem a produção interna de componentes.

No que se refere à condução da política econômica, esta não entrou em conflito com os interesses externos e durante todo o período manteve-se elevada a entrada de investimentos diretos na economia brasileira (tabela 1.7).

TABELA 1.7
CAPITAL ESTRANGEIRO NO BRASIL

	1974/78	US\$ mi	
ANOS	Invest.Líq.	Reinvest.	Emprest.e Financ.Líq.
1974	945	514	4970
1975	1004	345	3760
1976	1142	571	4785
1977	956	614	4364
1978	1196	632	8487

FONTE: Banco Central, Boletim Mensal, vários números.

Na realidade, as medidas estabilizadoras tomadas a partir do final de 1976 como resultado do aumento da inflação e do nível de endividamento externo não conflitaram com a estratégia de desenvolvimento proposta. No segundo semestre de 1976 liberaram-se as taxas de juros, o que já vinha ocorrendo gradualmente desde 1975. Contudo, como foram

mantidos vários mecanismos de crédito subsidiado e a política creditícia não foi aplicada continuamente, houve uma neutralização dos seus efeitos recessivos. A tarefa de estabilização acabou ficando a cargo do setor público cujos gastos foram cortados, especialmente os não produtivos.

Dessa forma, em termos de expansão da economia o comportamento no período foi bastante positivo, com a taxa real de crescimento do PIB mantendo-se em níveis elevados (média de 7% ao ano). Um dos principais responsáveis por este desempenho foi o setor de bens de capital, onde a presença das empresas estrangeiras era predominante. Na medida em que se constata uma forte presença do capital estrangeiro na produção doméstica de bens de capital e esse setor passa a ser considerado prioritário, uma expansão da produção desses bens deve estar associada necessariamente a uma expansão da participação estrangeira.

Do ponto de vista da economia mundial a quadruplicação dos preços do petróleo dá origem a uma crise marcada por uma redução brusca e de grande magnitude nas taxas de crescimento dos países centrais, um acirramento das pressões inflacionárias e problemas generalizados de Balanço de Pagamentos que tiveram como consequência o desaquecimento do comércio internacional e a adoção de medidas protecionistas.

Implicou, ainda, num aumento substancial da liquidez a nível internacional, que possibilitou ao sistema financeiro privado transferir uma massa monetária substancial aos países do Terceiro Mundo a custos extremamente baixos, promovendo o seu endividamento.

Na realidade, a década de 70 pode ser descrita como a década do capital de empréstimo, na medida em que toda a discussão se concentrava na conveniência ou não dos países subdesenvolvidos e em desenvolvimento se aproveitarem das condições favoráveis de crédito internacional como forma de financiarem o seu desenvolvimento. Isso fez com que o investimento direto, embora mantendo presença crescente, deixasse de ser o ator principal na promoção da expansão destas economias (tabela 1.7).

A despeito disso, transformações importantes ocorreram no âmbito da internacionalização da produção, as principais delas referindo-se aos Estados Unidos.

Neste período explicita-se a progressiva perda de poder competitivo da indústria americana. Este país ao aproveitar ao máximo as oportunidades de investimento no exterior na década de 60 acabou por retardar seu processo de desenvolvimento técnico, concentrando-se mais na diversificação e diferenciação de produtos do que na renovação dos processos de produção básicos. A

internacionalização da produção abriu oportunidades lucrativas de inversão durante algum tempo mas não estimulou a renovação da base técnica⁽¹⁵⁾.

Ocorre, ainda, uma reorientação no que se refere à origem e destino do movimento de capitais a nível das economias centrais. Inicia-se uma tendência de desaceleração da exportação de capitais por parte da economia americana assim como um aumento substancial de ingresso de capitais estrangeiros nos Estados Unidos. Em termos quantitativos pode-se dizer que o ano de 1973 representa um marco, com a entrada de capitais atingindo 3,4 milhões de dólares, elevando em 28% o seu total (tabela 1.8).. O que salta aos olhos não é somente esta mudança de magnitude mas principalmente a composição dos países investidores. É dessa forma que, além dos investidores tradicionais na economia americana (Inglaterra e Canadá), se lançam na disputa por esse mercado as empresas do Japão, da Alemanha e outros países.

(15) CASTRO (1975), p. 15/6.

TABELA 1.8
INVESTIMENTO DIRETO NOS ESTADOS UNIDOS

US\$ mi

ANOS	Investimento Direto
1971	644
1972	954
1973	3,416
1974	3,462
1975	5,916
1976	3,108
1977	3,825
1978	7,876

FONTES: Survey of Current Business, vários números.

1.9 - 1979-1986 : O DESINTERESSE PELA ECONOMIA BRASILEIRA

O período que vai de 1979 a 1986, embora não seja homogêneo no que se refere ao comportamento do fluxo de entrada do investimento direto no Brasil, apresenta em seu conjunto uma tendência até então desconhecida na história econômica do país com o volume de capital de risco caindo a magnitudes extremamente baixas.

Embora estes investimentos tenham perdido importância relativa na década de 70, devido ao domínio exercido pelos empréstimos em moeda, continuaram a crescer em termos absolutos o que deixa de ser verdadeiro nos últimos anos (tabela 1.9).

TABELA 1.9

CAPITAL ESTRANGEIRO NO BRASIL: INVESTIMENTOS,
REINVESTIMENTOS E REMESSA DE LUCROS

	1979/86	US\$ mi	
ANOS	Invest. Líquido	Reinvestimento	Remessa de Lucro
1979	1685	721	636
1980	1487	411	310
1981	1795	741	370
1982	1370	1556	585
1983	861	695	758
1984	1123	472	796
1985	804	543	1057
1986	2	449	1237

FONTE: Banco Central, Boletim Mensal - vários números.

Assim, ainda que de 1979 a 1981 tenha continuado a haver uma entrada significativa de capital de risco, a partir de 1982 esta situação se inverte com queda progressiva do influxo destes.

Os determinantes que passam a caracterizar a economia brasileira como desinteressante enquanto local de destino dos investimentos estrangeiros devem ser analisados sob duas perspectivas distintas. A primeira está associada às transformações macroeconômicas por que passam as economias centrais nos anos 80, em especial a economia americana, e será desenvolvida no capítulo 3. A segunda, uma concepção de longo prazo, está relacionada à realocação do capital produtivo a nível mundial e comporá o quarto capítulo.

Antes de seguir adiante é necessário, entretanto, chamar atenção para dois aspectos do investimento direto, o de origem e o setorial⁽¹⁴⁾.

No que se refere ao primeiro tem-se que um dos países que mais se desinteressou pelo Brasil durante o período foram os Estados Unidos, cujos investimentos no país foram reduzidos em 24,8%. Outros países que limitaram seus fluxos de capital em direção à economia brasileira foram o Reino Unido e a Suíça, o primeiro reduzindo seus investimentos em 2,7% e o segundo em 34,1% (tabela 1.10).

(14) Os valores publicados para os países investidores e para os setores de destino do capital correspondem ao estoque de investimentos estrangeiros registrados, sem depreciação, deduzidas as repatriações. A diferença entre as posições de estoque em dois anos subsequentes não corresponde ao investimento realizado, na medida em que o valor dos investimentos é obtido por meio da conversão em dólar com base na paridade em vigor no final de cada período. Assim, valorizações do dólar representam redução do valor dos investimentos realizados nas moedas que se desvalorizam e vice-versa, sem que tenha havido mudanças reais no estoque de investimento estrangeiro no país. Dever-se ter claro, que os valores apresentados nas tabelas estão distorcidos pelas oscilações cambiais e, portanto, não devem ser compatíveis com os dados das demais tabelas, que foram retiradas do Balanço de Pagamentos publicado pelo Banco Central, relativas a ingressos e saídas de fato observadas. Apesar desses problemas, os dados dão uma idéia da direção da evolução dos fluxos de investimento tanto no que diz respeito à origem quanto ao setor de destino do capital.

TABELA 1.10

INVESTIMENTOS DIRETOS E REINVESTIMENTOS NO BRASIL:
DISTRIBUIÇÃO POR PAÍS DE ORIGEM*

US\$ milhares		
PAÍSES	1979/81	1982/86
Alemanha Ocidental	177.144	327.401
Canadá	67.212	106.143
Estados Unidos	650.511	488.963
França	34.446	74.633
Japão	135.615	154.839
Panamá	89.633	125.074
Reino Unido	91.150	88.678
Suiça	109.711	72.267

* médias nos períodos

FONTE: Banco Central, Boletim Mensal - 10/11 de 1987.

Já no que diz respeito à questão setorial é importante destacar que toda a análise será feita em termos agregados. Dessa forma, convém lembrar que, embora a década de 80 tenha sido marcada por uma queda do investimento direto, este comportamento não foi homogêneo para todos os setores. Efetivamente a queda do investimento direto só se deu nos seguintes setores : Mecânica, Madeira, Celulose, Papel e Papelão, Borracha, Bebidas e Editorial e Gráfica (tabela 1.11).

TABELA 1.11

INVESTIMENTOS DIRETOS E REINVESTIMENTOS NO BRASIL SEGUNDO OS
RAMOS DE ATIVIDADE*

US milhares

SETORES	1979/81	1982/86
Minerais não Metálicos	22.724	25.143
Metalurgia	72.546	158.238
Mecânica	213.065	131.949
Mat. Eletr. e de Comun.	45.915	125.172
Mat. Transporte	229.505	293.193
Madeira	79.629	13.343
Celulose, Papel e Papelão	38.844	23.662
Borracha	43.322	42.900
Química	238.744	263.732
Prod. Medicinais	70.014	83.581
Têxtil	9.037	15.611
Vestuário e Calçados	9.643	24.258
Prod. Alimentares	49.830	92.044
Bebidas	20.714	7.592
Fumo	16.111	23.299
Editorial e Gráfica	5.936	2.788
Diversos	4.595	30.837

a médias nos períodos

FONTE: Banco Central, Boletim Mensal - vários números.

1.9- CONSIDERAÇÕES FINAIS:

Pode-se perceber ao longo deste capítulo que o investimento direto sempre cumpriu um papel importante no desenvolvimento da economia brasileira, ainda que a importância relativa destes nos fluxos privados de capital destinados ao país tenha declinado durante os anos 70, quando os empréstimos e financiamentos passam a ser preponderantes.

Durante a década de 50 foram decisivos enquanto estímulos à entrada de capital de risco as elevadas taxas de crescimento, a proteção do mercado doméstico e os incentivos concedidos pelo governo. A nível internacional foi fundamental o esgotamento de certos mercados nas economias centrais, o que fez com que o investimento no exterior aparecesse como uma alternativa atraente.

Nos anos 60, ou mais especificamente até 1968, observa-se uma redução bastante acentuada do interesse pelo Brasil. A incerteza política, as mudanças constantes na legislação relativa ao capital estrangeiro e o desempenho desfavorável da economia em termos de crescimento não estimularam novas inversões no país.

Com a recuperação iniciada em 1968 e a volta da estabilidade nas regras do jogo o fluxo de investimentos volta a crescer.

Finalmente, a partir de 1982 observa-se uma reversão brusca das tendências positivas até então observadas. A entrada de investimentos cai sistematicamente e as remessas de lucro se elevam, formando um quadro novo onde pela primeira vez na história desenha-se de forma tão marcada o desinteresse pelo país.

CAPÍTULO 2 - EMPRESAS MULTINACIONAIS E INVESTIMENTO DIRETO: ASPECTOS TEÓRICOS

2.1. INTRODUÇÃO

O presente capítulo tem como objetivo discutir as diversas formulações preocupadas em identificar e avaliar os fatores que levam as empresas a operar e controlar atividades produtivas em um ou mais países. De forma mais precisa, pretende examinar os argumentos teóricos e empíricos oferecidos para explicar a decisão de produzir no exterior.⁽¹⁾

Além da preocupação com o porque da produção no exterior busca-se examinar ainda, de que forma a literatura existente tratou a questão da direção da expansão a nível internacional, ou seja, a determinação dos locais de destino dos fluxos de capital produtivo.

Dessa forma, foram selecionados aqueles trabalhos que pareciam dar resposta às inquietações aqui levantadas.

(1) Embora não se possa considerar a expansão internacional das empresas e o investimento direto de um país no resto do mundo como estritamente iguais, essa diferenciação não será levada em conta. Isso porque, as multinacionais dão conta da maior parte do investimento realizado e os dados estatísticos disponíveis de investimento e sua remuneração são geralmente publicados por país e não por empresa.

O leque de esquemas explicativos será dividido em 8 grupos de acordo com os fatores apresentados para a decisão de localizar as atividades produtivas no exterior.⁽²⁾ São eles:

- 1) o enfoque dos determinantes internos à firma
- 2) o enfoque das vantagens especiais
- 3) o enfoque eclético
- 4) o enfoque do excesso de acumulação
- 5) o enfoque do ciclo do produto
- 6) o enfoque da reação oligopolista
- 7) a teoria de Aliber
- 8) a teoria do "portfolio"

2.2 O ENFOQUE DOS DETERMINANTES INTERNOS À FIRMA

Esse primeiro tipo de abordagem foi elaborado por Penrose (1956), estando sua argumentação básica ligada a sua teoria de crescimento da firma desenvolvida de forma completa e sistemática em 1959⁽³⁾.

Procurando entender o processo de expansão da firma Penrose redefine a mesma, que passa a ser vista como uma "unidade autônoma de planejamento administrativo, cujas

(2) Para aqueles interessados em outras resenhas sobre o assunto existem trabalhos de grande qualidade: DUNNING (1973), STEVENS (1974) e HUFBAUER (1975).

(3) E.T. PENROSE, (1959), Teoría del crecimiento de la empresa, Aguillar, Madri, 1962.

estão relacionadas e coordenadas" (4). A firma seria um conjunto de recursos produtivos, no sentido de que existiriam inúmeras combinações potenciais alternativas destes recursos que, se percebidas, conduziriam a sua expansão. Existiria, assim, um poderoso estímulo interno à expansão das firmas que se manifestaria através do processo de diversificação da produção ou da penetração de mercados externos.

O investimento externo teria, dessa maneira, como moto básico a própria dinâmica de crescimento da firma, surgindo do seu processo endógeno de expansão. Efetivamente não deveria haver diferença substancial entre a expansão no próprio país e a produção em outros países. Apenas os riscos associados ao segundo tipo de empreendimento seriam maiores, assim como os lucros no caso do investimento ser bem sucedido.

Deve ficar bem clara a importância que os recursos internos à firma têm dentro da formulação de Penrose. Isso porque o sucesso da firma em aproveitar as oportunidades de expansão dependem em grande parte desses elementos internos: experiência, capacidade gerencial e conhecimento tecnológico. No caso das firmas que se dirigem aos mercados externos essa importância é potencializada, uma vez que

(4) PENROSE (1959), p.18.

estas podem contar com os recursos e experiências das empresas matrizes.

Deve-se ressaltar que existe, ainda que não explicitamente, uma associação entre a realização de investimento no exterior e a posse de algum tipo de vantagem pelas firmas. Com isso observa-se na formulação de Penrose as bases do que ficou posteriormente conhecido como enfoque das vantagens monopolísticas (item 2.3).

A principal limitação da análise está ligada à ênfase excessiva dada aos determinantes internos do processo de expansão das empresas em direção ao exterior. Ao fazê-lo a autora deixa de lado alguns elementos importantes ligados às condições externas, como os mercados com os quais as firmas se relacionam, as perspectivas com relação aos mesmos, entre outros, que seriam fundamentais não só na tomada de decisão mas especialmente de localização.

Por fim, cabe ressaltar que grande parte da discussão desenvolvida por Penrose é voltada para a avaliação dos efeitos do investimento direto no exterior sobre o balanço de pagamentos dos países exportadores e receptores de capital.

2.3. O ENFOQUE DAS VANTAGENS ESPECIAIS

Esse tipo de abordagem foi elaborado inicialmente por Hymer em sua tese de doutoramento apresentada em 1960⁽⁵⁾, sendo posteriormente adotada e desenvolvida por outros autores como Kindleberger (1969) e Caves (1971, 1982).

A idéia comum a todos os autores é a de que as firmas passam a operar no exterior porque detêm a posse de algum tipo de vantagem especial⁽⁶⁾ em relação às firmas do país no qual desejam investir, com o que compensam os inconvenientes naturais de sua condição de estrangeira: falta de conhecimento do novo ambiente, políticas nacionais discriminatórias, dificuldades de coordenação à distância.

Essas vantagens resultariam do domínio de melhores conhecimentos técnicos, da posse de um produto diferenciado, de maiores facilidades de financiamento, de um sistema de distribuição mais articulado. Somente a posse dessas vantagens permitiria à firma estrangeira enfrentar as desvantagens inevitáveis com que se defronta quando passa a operar num espaço menos conhecido, podendo assim competir eficazmente com as empresas locais.

(5) S. HYMER (1976) The international operations of national firms : a study of direct foreign investment, MIT Monographs in Economics, 14, originalmente apresentada como tese doutorado em 1960.

(6) A estas vantagens especiais Hymer denomina "unique assets" e Caves "intangible assets".

Na medida em que existem imperfeições de mercado associadas a essas vantagens monopolísticas, a produção no exterior aparece como a forma mais lucrativa de explorar os rendimentos daí resultantes.

Hymer aponta, ainda, como elemento importante na explicação do investimento no exterior o que ficou conhecido como "investimento defensivo". A pressão competitiva seria um estímulo importante, na medida em que o risco de implantação de um competidor no país estimularia a instalação no exterior como forma de fazer face à concorrência⁽⁷⁾.

Kindleberger, por sua vez, procura discutir mais detalhadamente em que consistem estas vantagens especiais,

(7) Deve-se ressaltar que este trabalho de Hymer, embora tenha sido extremamente frutífero, no sentido de que deu origem a uma série de outras formulações extensivas ou complementares a sua, está longe de ser a única contribuição dada ao tema pelo autor. De fato, esta corresponderia à primeira etapa de sua dedicação ao estudo da internacionalização da produção. A segunda inicia-se com sua ida para a Inglaterra, onde conhece Robert Rowthorn com quem escreve um artigo em 1970 ("The multinational corporation and international oligopoly - the non-american challenge"), que representaria um marco na sua forma de encarar os efeitos das empresas multinacionais sobre os países nos quais passam a atuar, em especial os subdesenvolvidos. Se estas até então eram vistas como instrumentos de transferência de capital, tecnologia e capacidade empresarial passam também a encarnar efeitos negativos, na medida em que alteram os padrões de consumo e influenciam o estilo de industrialização e, principalmente, na medida em que limitam o poder das Nações-estado de controlar suas economias devido à capacidade que têm de se desvencilhar de regulamentações e políticas fiscais ou monetárias adversas.

que segundo ele teriam quatro origens básicas: imperfeições nos mercados de bens ou fatores, economias de escala e existência de intervenção por parte do governo.

As vantagens presentes no mercado de bens resultariam da diferenciação de produto, capacidade gerencial e exercício de propagandas eficientes. No que se refere ao mercado de fatores as vantagens seriam determinadas pela posse exclusiva de conhecimentos tecnológicos, garantida por patente ou segredo industrial e facilidade de acesso ao mercado de capitais.

As economias de escala internas e externas resultariam na integração horizontal e vertical respectivamente. Kindelberger dá mais atenção a estas últimas, chamando atenção para o fato de que neste caso a vantagem sobre as demais firmas com mesma tecnologia, habilidade gerencial e acesso ao capital adviria da proteção contra interrupções no fluxo de fornecimento.

Já as políticas governamentais criariam estímulos se algumas das vantagens anteriores já existissem. Neste caso, a imposição de tarifas e políticas de substituição de importações estimulariam o "investimento defensivo".

Caves, finalmente, procura identificar estruturas de mercado e categorias de investimento direto. Associa os

oligopólios diferenciados a investimentos no exterior de tipo horizontal, ou seja, aqueles que se referem à mesma linha de produtos produzidos no país de origem. Por outro lado, identifica os oligopólios não diferenciados a investimentos diretos verticais, ligados à produção de matérias-primas ou outros insumos.

É aos determinantes dos investimentos horizontais que Caves confere maior atenção. Dentre as vantagens possuídas pelas indústrias oligopolistas diferenciadas a que responderia pela sua decisão de investir no exterior seria a diferenciação de produto. Este tipo de empresa possui em seu país de origem um estoque de inovações de produto que a permite competir no mercado externo sem incorrer nos custos de pesquisa para a produção de novas mercadorias e sem se defrontar com os riscos inerentes à fabricação de um novo produto. O mesmo é verdadeiro no caso da diferenciação ser apenas subjetiva. A empresa multinacional pode transferir também a propaganda desenvolvida no país de origem o que, aliado ao amplo conhecimento sobre o "marketing" do produto que possui, permite a adaptação do mesmo aos gostos dos consumidores locais sem custos adicionais substantivos. Um determinante complementar seria a alta taxa de gastos em pesquisa e desenvolvimento, uma vez que estes estão em

grande medida associados à descoberta de novos produtos ou desenvolvimento dos já existentes⁽⁸⁾.

A teoria das vantagens específicas à firma tem como grande mérito ver o investimento direto como um fenômeno resultante das imperfeições de mercado decorrentes da posse de algum tipo de vantagem monopolística ou oligopolística. Contudo, apresenta algumas limitações. Pode-se de fato dizer que a posse de uma vantagem especial é uma condição necessária mas não suficiente para a realização de investimento direto no exterior. Ela de fato caracterizaria as empresas que se dirigem ao exterior, uma vez que estas são em sua grande maioria oligopolistas. Neste sentido, o enfoque eclético a ser analisado mais a frente lhe é complementar, oferecendo a resposta do porque a exploração da vantagem monopolística se dá via investimento direto e não através de exportação ou licenciamento.

2.4. O ENFOQUE ECLÉTICO

Tal tipo de abordagem, formulada por Dunning (1976), é denominada eclética porque procura integrar as teorias do

(8) Como exceção teórica possível, Caves aponta o caso da grande firma operando em um mercado oligopolista não diferenciado que apresenta recursos internos num montante superior àquele necessário para sua expansão a uma taxa que maximize seu lucro no mercado doméstico. Somente neste caso o investimento externo poderia ocorrer claramente na ausência de diferenciação. Tal formulação antecipa as idéias que formariam, posteriormente, o núcleo básico da teoria do excesso de acumulação da firma (item 2.5).

comércio, do investimento direto no exterior e da concessão de licenças.

O autor utiliza a teoria da internalização inicialmente desenvolvida por Coase (1937) para explicar o investimento doméstico, passando a aplicá-la numa dimensão internacional. A concepção básica é a de que algumas atividades não podem ser coordenadas de forma eficiente pelo mercado devido à presença de imperfeições. Diante disso, as firmas procuram substituir esses mercados externos por seus próprios mercados internos, ou seja, as firmas passam a internalizar a alocação de recursos.

A decisão das empresas de passar a produzir no exterior estaria ligada a dois elementos básicos: "às vantagens comparativas de propriedade em relação às firmas do país hospedeiro e às dotações locacionais comparativas dos países de origem e do país receptor"⁽⁹⁾.

Embora a posse de vantagens específicas seja importante, a decisão por parte das firmas de produzir no exterior não pode ser creditada única e exclusivamente a elas. Isso porque a exploração dessas vantagens poderia se dar sob a forma de concessão de licenças ou via exportação. A escolha pela produção no exterior estaria ligada essencialmente "ao desejo e habilidade destas empresas para

(9) DUNNING (1976), p. 395.

internalizar as vantagens resultantes dessa posse, e ao fato de que servir um mercado externo através da produção externa confere o único benefício deste tipo"⁽¹⁰⁾.

A opção pela internalização se colocaria, primeiramente, quando da presença de imperfeições de mercado relacionadas a atividades onde os custos de transação são altos e existem riscos e incertezas sobre as condições futuras do mercado. De especial interesse no caso do investimento direto é a produção de tecnologia, caso em que além dos elementos anteriores está em jogo a própria questão da valorização da tecnologia a ser transferida. Neste caso, a ausência de mercados perfeitos nos quais se pudesse transacionar essa "vantagem comparativa", acabaria por levar à internalização e ao investimento no exterior em substituição ao licenciamento.

A mudança na forma de penetração do mercado das exportações para a produção no exterior decorreria, por sua vez, da decisão de internalização face a existência de determinados fatores locacionais-mudanças na política governamental, custos diferenciados dos fatores nos diversos países, etc.

Concluindo, pode-se dizer que Dunning procura desenvolver uma abordagem que complementa ou amplia aquela

(10) DUNNING (1976), p. 402.

expressa pelo enfoque das vantagens específicas. Percebe que a simples posse dessas vantagens pelas firmas não é suficiente para estimular a produção no exterior. Condições para que se efetue a internalização dessas vantagens devem estar presentes, caso contrário a concessão de licenças prevalecerá sobre a decisão de investimento no exterior. Do mesmo modo, devem existir fatores locacionais específicos que tornem mais atraente a produção no exterior do que a simples exportação.

Contudo, a questão de onde produzir fica sem resposta, o que torna a importância desse enfoque restrita às análises setoriais.

2.5. O ENFOQUE DO EXCESSO DE ACUMULAÇÃO DA FIRMA

Coutinho (1975) e Guimarães (1982) procuraram desenvolver suas concepções a partir da teoria de Steindl (1952) sobre a dinâmica de acumulação oligopolista e do processo de concentração da economia americana na década de 20. A utilização desse mesmo tronco teórico explica as formulações extremamente semelhantes contidas nos dois trabalhos.

Os autores relaxam a hipótese steindeliana de ausência de relações com o exterior, considerada posteriormente extremamente restritiva e infundada pelo próprio Steindl ,

que afirma : " ...os investimentos diretos no estrangeiro podem, também, oferecer uma saída para uma situação oligopolista estreita"⁽¹¹⁾.

A concepção básica é a de que o investimento direto no exterior decorre de um potencial de crescimento por parte das firmas superior à taxa de expansão de seus mercados domésticos, aparecendo como escoadouro para o excesso de acumulação.

O trabalho de Coutinho é, ainda, marcado pela influência importante das formulações desenvolvidas por Hymer. Dessa forma, ele afirma que a decisão de produção no exterior é preferível às outras alternativas para um excesso de acumulação (diversificação, crescimento através de fusões ou crescimento financeiro e conglomeração) quanto maior o grau de vantagens monopolísticas (tecnologia superior protegida por patentes, uso de marcas registradas, diferenciação de produtos, etc.) que os oligopolistas têm sobre seus competidores potenciais no exterior. Na realidade, a produção internacional seria um "meio de capitalizar em escala internacional a vantagem do capital monopolista do controle do progresso técnico, de inovações de produto e a constelação de outras vantagens que resultam daquela liderança". Ambos os aspectos formariam "um casamento dialético da teoria schumpeteriana de inovação com

(11) Introdução ao livro de 1952, escrita em junho de 1976, p. 7 e 8.

a teoria de Steindl da maturidade capitalista para explicar como forças oligopolistas conduzem à internacionalização do oligopólio" (12).

Guimarães, por sua vez, procura mostrar como o esgotamento paulatino das alternativas para o excesso de acumulação acaba por levar à internacionalização da produção.

Diante da expansão insuficiente de seu mercado face a sua acumulação interna, a firma vislumbraria como alternativa primeira o movimento para além de seu mercado corrente através da exportação para novos mercados. Os estímulos para tal seriam tanto maiores quanto mais as demais alternativas de escoamento se mostrassem temporárias ou inviáveis.

No que se refere à diferenciação, a realização de gastos com pesquisa e desenvolvimento reduziria o potencial de acumulação, tanto através da redução de parte dos lucros acumulados pelo aumento dos custos, quanto pela expansão da demanda que propicia. No entanto, a firma ao criar um produto novo auferiria durante determinado tempo lucros extraordinários. Dessa forma, a diferenciação teria um efeito líquido indeterminado. Embora implique em custos, os

(12) COUTINHO (1975), p. 116/7.

lucros resultantes podem fazer com que o problema do potencial de crescimento excessivo seja até mesmo ampliado.

No caso do processo de diversificação das firmas abre-se, efetivamente, uma possibilidade de solução mais definitiva, na medida em que a firma passa a operar além de seu mercado corrente. Devido aos custos e riscos envolvidos a firma pode, contudo, preferir continuar com sua linha tradicional de produtos ao invés de se engajar numa atividade diferente⁽¹³⁾.

Do mesmo modo que a exportação de mercadorias, a exportação de capital (investimento direto no exterior) é impulsionada pela necessidade de se encontrar escoadouros para uma acumulação superior à expansão do mercado doméstico. O processo de competição oligopolística responderia pela escolha da segunda alternativa. A proteção de um mercado pelo estabelecimento ou aumento de tarifas resultante da competição entre produtores estrangeiros e locais e a existência de importantes vantagens competitivas resultantes da proximidade do mercado (adaptação do produto à demanda, custos mais baixos de atendimento aos clientes, etc.) agiriam como poderosos estímulos ao investimento direto, especialmente se o impulso inicial já tiver sido dado por um dos rivais.

(13) Observa-se aqui a influência marcante, reconhecida pelo próprio autor, da concepção de Penrose sobre o processo de crescimento das firmas.

Como resume Guimarães: "A exportação de mercadorias e a exportação de capital pela firma correspondem simplesmente a formas e estágios diferentes do processo de contínua expansão do capital"⁽¹⁴⁾.

As teorias anteriormente resenhadas, enquadradas no marco da Organização Industrial, compartilham genericamente da ausência completa em suas análises dos elementos que determinam a distribuição espacial do investimento. Negligenciam o fato de que a produção ocorre em espaços geográficos cujas diferenças em termos de potencial de crescimento, estabilidade política, etc. são de importância primordial na decisão das empresas.

A exceção seria dada pelo trabalho de Coutinho marcado pela preocupação em discutir, também, a distribuição do estoque de investimento direto entre os vários mercados externos.

Assumindo como um dado as aberturas dos mercados, que seriam estabelecidas politicamente, afirma que esta distribuição seria determinada pelos tamanhos de mercado sob duas condições:

1)a de que os mercados regionais altamente integrados fossem considerados um mercado único.

(14) GUIMARÃES (1982), p. 82.

2)a de que os mercados muito pequenos (abaixo do tamanho de planta mínimo eficiente) só conseguem atrair investimentos diretos através de medidas altamente protecionistas.

Ao associar a estabilidade social e política ao crescimento passado e futuro da economia considera, ainda, esse fator como um elemento complementar na decisão de onde realizar a produção no exterior.

Embora represente um avanço em relação às demais formulações, a centralização no tamanho do mercado chama atenção para apenas uma das características das economias receptoras que as tornam atraentes, como revela a experiência de países com grandes mercados e presença inexpressiva de capital estrangeiro e vice-versa.

2.6. O ENFOQUE DO CICLO DO PRODUTO

Este enfoque está ligado especialmente ao nome de Vernon (1966) e tem como ponto básico a visão de que o deslocamento da produção em direção ao exterior ocorreria de acordo com as transformações sofridas pelo produto desde sua criação, descrevendo um ciclo: produto novo, produto maduro e produto padronizado.

Quando ocorre o lançamento de um novo produto, sua produção é realizada inicialmente no seu país de origem (15). Isto porque neste estágio o produto está pouco padronizado, existindo uma certa indeterminação no que se refere aos insumos e uma falta de consolidação do processo de produção, que ainda estaria sujeito a modificações. Do mesmo modo, as características finais do produto ainda não estariam bem definidas. Tudo isso faria com que o fundamental fosse a comunicação rápida do produtor com seus clientes, fornecedores e até mesmo concorrentes e a maior flexibilidade possível no que se refere aos diversos tipos de insumos que poderiam ser utilizados na produção. Nessa fase inicial as considerações relativas à localização são mais importantes que a análise dos custos dos fatores e transportes, ficando a produção restrita ao mercado doméstico.

Num segundo momento, quando passa a haver um certo grau de padronização, tanto no que se refere às características essenciais do produto quanto no que diz respeito aos seus métodos de produção, as incertezas relacionadas à operação da unidade produtiva são reduzidas e começam a ter peso as considerações relativas ao custo nas decisões de onde produzir. A produção continuará, no entanto, a ser efetuada no mercado doméstico e as relações externas continuarão a se

(15) Segundo Vernon os Estados Unidos apresentariam duas condições que o tornariam um lugar propício para o aparecimento de novas tecnologias: altos níveis de renda e altos custos unitários de mão-de-obra.

realizar através de exportações, enquanto o custo marginal da produção acrescido do custo de transporte dos bens para o mercado externo for inferior ao custo médio de produção no exterior.

Finalmente, quando o produto torna-se totalmente padronizado e consolida-se a definição precisa do processo produtivo, a exportação é substituída pela produção no exterior. A informação transforma-se numa questão menos importante e passam a prevalecer, na tomada de decisão, os custos de mão-de-obra, matéria-prima e transporte. Nesta fase pode ocorrer, inclusive, a exportação do produto maduro para os países de origem de seu desenvolvimento. Estes continuam, contudo, a exportar os produtos novos, explorando os lucros monopolísticos resultantes de seu domínio sobre a tecnologia.

A política governamental também desempenha um papel importante na formulação de Vernon. Esta poderia atuar de forma a precipitar a passagem da exportação para a produção externa, acelerando a ordem natural descrita pelo ciclo do produto. A proteção de um mercado local até então livre de qualquer regulamentação anteciparia a decisão das firmas, que agiriam no sentido de garantir participações em mercados anteriormente atendidos por exportações, ainda que não se tenha consolidado a maturação do produto.

A teoria de Vernon poderia ser considerada uma teoria das vantagens comparativas numa roupagem dinâmica, onde as decisões não se limitam somente às dotações de fatores mas também a mudanças nas condições de produção e demanda. O caráter de desigualdade implícito, porém, permanece o mesmo, só que agora assentado sobre novas bases. Os países de origem detêm o domínio científico e tecnológico da produção de novos produtos, enquanto os países receptores não, limitando-se à condição de bases de produção onde apenas se aprende a usar uma tecnologia já desenvolvida.

No que se refere à direção da expansão no exterior, pode-se dizer que o elemento determinante nesse sentido para Vernon é a densidade do mercado, na medida em que sua concepção se baseia nas empresas inovadoras produzindo produtos novos com altas elasticidades renda da demanda. Dessa forma, exceto qualquer mudança na política governamental, dever-se-ia esperar um movimento inicial das empresas americanas em direção aos demais países desenvolvidos e em seguida em direção aos países em desenvolvimento onde a renda é altamente concentrada.

2.7. O ENFOQUE DA REAÇÃO OLIGOPOLISTA

Knickerbocker (1973) chama atenção para a existência de dois momentos ou fases distintas no processo de

internacionalização da produção. O primeiro, ligado ao avanço inicial em direção à produção no exterior, corresponderia ao movimento da primeira ou primeiras subsidiárias, sendo denominado por isto "investimento agressivo". Para este tipo de investimento a teoria do ciclo do produto constituiria uma boa explicação. O segundo, associado à reação das demais subsidiárias que seguiriam as pioneiras, corresponderia ao "investimento defensivo". É aí que Knickerbocker concentra seu esforço de entendimento, procurando identificar as forças que, uma vez iniciado o processo de expansão em direção ao exterior, irão agir sobre o comportamento das demais firmas.

Para tanto utiliza a concepção de reação oligopolista, que corresponde ao conjunto de movimentos da firma para compensar a ofensiva das firmas rivais num determinado mercado. Para as empresas responsáveis pelo movimento pioneiro em direção ao exterior, as incertezas envolvidas e os custos incorridos são mais altos. À medida em que as dificuldades iniciais são vencidas, a empresa adquire uma certa experiência e aprendizado que lhe permitem realizar continuamente novos avanços em direção ao exterior. Se o mesmo ocorre para as rivais dessas empresas, as pioneiras acabam não auferindo nenhum tipo de benefício, uma vez que cada uma de suas concorrentes está crescentemente capacitada a responder a suas ameaças de forma mais decisiva que antes. O resultado é uma troca de incerteza por risco. As rivais

ficam à altura das pioneiras em termos de capacidade de explorar as novas oportunidades externas, sendo os ganhos (ou perdas) de umas acompanhadas no mesmo grau pelos das outras.

Decorre daí que a atitude mais prudente é sempre responder às ações dos rivais. A concretização de um movimento correspondente é o "prêmio" que as firmas têm de pagar para que a manutenção do equilíbrio competitivo se perpetue e não se fique atrás na concorrência por novos mercados. As firmas estão dispostas a pagar esse "prêmio" porque ele é declinante, dado que o custo marginal de cada avanço em direção ao exterior tende a decrescer a cada etapa cumprida. A razão principal para isso se liga, no entanto, ao fato de que os custos de conter os movimentos das firmas rivais são calculáveis com uma certa precisão, o que já não ocorre com os custos de não contê-los de forma nenhuma que pode significar, em última instância, a perda do mercado.

É a isso que Knickerbocker denomina "estratégia de minimização de risco". A atitude mais cautelosa por parte da firma, ou seja, aquela que envolve o menor risco é sempre

responder o mais rapidamente possível aos investimentos externos dos rivais⁽¹⁶⁾.

As firmas que mais respondem aos movimentos de suas rivais são as de indústrias de alta concentração de vendedores, aquelas onde a propaganda é uma forma expressiva de concorrência e aquelas não muito diversificadas. No diz respeito a países, a concentração de entrada seria tanto maior quanto maior o crescimento do mercado, ficando o tamanho do mercado num segundo plano. Também seria importante o grau de estabilidade sócio-política. Assim, ainda que um mercado apresentasse uma perspectiva de amplo crescimento da demanda, as empresas só atuariam em bloco no caso deste mercado apresentar um clima relativamente estável para o investimento.

2.8. A TEORIA DE ALIBER:

Aliber (1978) procura explicar o padrão de investimento no exterior, manifestando claramente uma preocupação com a determinação dos países de origem e destino do capital, levando em conta o fato de que este ocorre em áreas monetárias distintas.

(16) Para estabelecer as firmas e os países em que o "investimento defensivo" é mais marcante, Knickerbocker define um "índice de concentração à entrada" (ECI) que daria a medida da reação oligopolista com base na observação do número de subsidiárias americanas que se estabeleceram no exterior durante um determinado período de tempo (3,5 e 7 anos).

Isto faria com que o mercado associasse aos fluxos de renda denominados em diferentes moedas taxas de capitalização diferenciadas em virtude de dois fatores:

1) o mercado exige um "prêmio" para aceitar o risco de câmbio, de modo que a diferença nas taxas de juros dos ativos refletiria, além da expectativa de desvalorização, um "prêmio" para fazer face à incerteza sobre esta mudança ("currency premium").

2) o viés existente no mercado que faria com que os ativos do país hospedeiro estivessem sujeitos ao "currency premium" enquanto os ativos do país de origem não, revelando a preferência do mercado pela posse de ativos denominados em certas moedas.

Como resultado, as firmas de áreas monetárias fortes seriam capazes de tomar emprestado a custos mais baixos e utilizar os lucros daí resultantes para realizar investimentos em áreas monetárias mais fracas a taxas de juros mais altas que as firmas locais. A partir dessa argumentação Aliber conclui que, genericamente, deve-se esperar que o investimento direto flua das áreas de moeda forte (onde as taxas de capitalização são mais altas) para as áreas de moeda mais fraca (onde as taxas de capitalização são mais baixas).

Quanto maior o tamanho do prêmio sobre a moeda local, maior a vantagem relativa que o investidor externo teria sobre as firmas locais, isto é, quanto maior a dispersão nas taxas de capitalização maior o incentivo para o investimento direto no exterior.

Isto explicaria, por exemplo, porque se proliferou de forma tão acentuada a presença de empresas americanas no exterior, especialmente nas décadas de 50 e 60. As taxas de capitalização associadas a ativos denominados em dólar eram maiores do que as taxas de capitalização associadas a ativos denominados em outras moedas, o que revelava a preferência do mercado pelos primeiros.

Na ausência de áreas monetárias diferenciadas, o problema do investimento direto se reduziria a uma simples questão de localização. Neste caso, o fator determinante seria o nível das tarifas cuja magnitude guardaria uma relação direta com a produção no exterior.

Na verdade, a formulação de Aliber corresponderia a uma teoria de "takeover", uma vez que estabelece as condições segundo as quais o valor das firmas de certos países se apresentam depreciados ou superestimados diante do valor das firmas em outros países. Determina a natureza da diferença de avaliação do valor da firma por parte dos investidores, definindo a partir daí quais serão os países de

origem e destino do capital ou quais países terão condições de encampar as firmas de outros.

Aliber põe em destaque, pela primeira vez, os efeitos das mudanças nas taxas de câmbio sobre os fluxos de investimento direto, dando relevância a um componente adicional na determinação do destino do capital, que não é único nem mesmo determinante em dados momentos. Sua concepção teria, ainda, como desvantagem o fato de não dar conta do investimento direto cruzado entre países.

2.9. A TEORIA DO "PORTFOLIO"⁽¹⁷⁾:

Este último tipo de abordagem procura explicar a decisão das firmas de manter ativos no exterior com base na teoria de seleção de "portfolio" desenvolvida por Markowitz (1952) e Tobin (1958).

As firmas não estariam preocupadas somente com o retorno de seus investimentos mas também com a estabilidade deste, com o que suas escolhas estariam baseadas nas suas preferências com respeito a retorno e risco dos diversos ativos alternativos disponíveis, tanto internamente quanto externamente.

(17) A exposição relativa ao enfoque de "portfolio" será feita de forma mais extensa, na medida em que este tipo de abordagem será utilizado para a estimativa empírica da reorientação dos fluxos de capital que compõe o quarto capítulo.

2.9.1. UMA BREVE APRESENTAÇÃO DO MODELO GERAL

Os investidores, ao construírem seus "portfolios", teriam a opção de manter sua riqueza sob a forma de moeda ou diversos ativos não monetários. Cada uma das combinações de ativos escolhida seria caracterizada por uma taxa de retorno esperada e por uma medida de risco associada a este retorno, que mediria a vulnerabilidade dos retornos em torno de seus valores esperados. Como medida do retorno do "portfolio" utiliza-se simplesmente a esperança matemática dos resultados possíveis e como medida do risco a variância dos retornos ou o desvio-padrão.

É com base nestas duas medidas que se dá a escolha entre "portfolios" alternativos⁽¹⁸⁾. A seleção é feita por investidores racionais aversos a risco, ou seja, por investidores que tentam maximizar os retornos esperados de seus "portfolios" de forma consistente com níveis aceitáveis de risco, ou minimizar o risco para um dado nível desejado de retorno. O que importa é que os investidores vêem o risco como um elemento negativo e só aceitariam enfrentar um risco

(18) Para que se possa definir o critério de decisão com base apenas nos dois primeiros momentos da distribuição é preciso, ou que os retornos tenham uma distribuição normal, ou que os investidores tenham uma função de utilidade quadrática. Caso contrário, a assimetria seria um elemento importante a ser levado em conta.

maior se houvesse a possibilidade de obter um retorno também maior.

A partir dessa coleção de "portfolios" alternativos disponíveis é possível estabelecer uma série de taxas de retorno de equilíbrio às quais os detentores de ativos não desejam mudar a composição de sua riqueza. O sentido de equilíbrio é o de que àquelas taxas de retorno o risco para o investidor é minimizado. O que possibilita isso é a diversificação do "portfolio", ou seja, a inclusão de um número considerável de ativos diferentes no "portfolio".

Uma condição necessária para que haja redução no risco total do "portfolio" é dada pelo grau de independência entre o retorno do ativo em questão e o retorno dos demais ativos. Os retornos dos ativos devem ser estatisticamente independentes um do outro; a correlação entre os seus retornos deve ser nula. Na prática isso é extremamente difícil, mas na medida em que os retornos não são perfeitamente correlacionados (caso extremo em que a diversificação não pode reduzir a variância) há espaço para o investidor ganhar com a escolha de mais ativos⁽¹⁹⁾.

(19) A magnitude deste ganho depende do grau de interdependência estatística entre os retornos dos diferentes ativos e do número de ativos sobre os quais se espalha o risco. Quanto menor a correspondência (ou maior a interdependência negativa) entre os retornos e maior o número de ativos sobre os quais o investidor é capaz de diversificar o seu "portfolio", maiores as possibilidades de ganho via diversificação.

Colocando em termos formais⁽²⁰⁾, de forma genérica os modelos baseados no enfoque de "portfolio" expressariam as quantidades desejadas dos diversos ativos como⁽²¹⁾:

$$A_1^* = f_1(W, R_1, \dots, R_n, \sigma_1, \dots, \sigma_n)$$

$$A_2^* = f_2(W, R_1, \dots, R_n, \sigma_1, \dots, \sigma_n)$$

$$A_n^* = f_n(W, R_1, \dots, R_n, \sigma_1, \dots, \sigma_n) \quad (1)$$

onde:

A_i^* = quantidade desejada dos diversos ativos ($i = 1, \dots, n$)

W = tamanho do "portfolio" ou variável escala. Quando se trata de um indivíduo esta variável é representada por sua riqueza líquida

Vetor R_i = vetor de retornos. Representa o retorno esperado dos diferentes ativos do "portfolio".

Vetor σ_i = vetor de riscos. Representa os riscos associados a cada um dos ativos.

Em geral, supõe-se que estas funções são homogêneas de

(20) Baseado em BRYANT (1975).

(21) De fato, a decisão pode se dar tanto entre ativos como obrigações (passivos). No primeiro caso estariam sendo definidas funções de demanda de estoques e no segundo funções de oferta de estoque. No texto só serão considerados os ativos, de modo que no caso de passivos onde se lê retorno deve se entender custos.

grau 1 com respeito à variável escala⁽²²⁾ o que resulta

em:

$$A_1^* = g_1(R_1, \dots, R_n, \sigma_1, \dots, \sigma_n)W$$

$$A_2^* = g_2(R_1, \dots, R_n, \sigma_1, \dots, \sigma_n)W$$

$$A_n^* = g_n(R_1, \dots, R_n, \sigma_1, \dots, \sigma_n)W \quad (2)$$

A partir daí uma equação explicando o fluxo de demanda por ativos pode ser obtida tomando as primeiras diferenças de ambos os lados da equação:

$$\Delta A_i^* = g_i(R_1, \dots, R_n, \sigma_1, \dots, \sigma_n)\Delta W + W\Delta g_i(R_1, \dots, R_n, \sigma_1, \dots, \sigma_n) \quad (2a)$$

O primeiro componente do lado direito mostra a mudança na quantidade desejada de ativos resultante de uma mudança na riqueza, medindo o efeito de "fluxo contínuo" do crescimento do portfolio sobre os fluxos de capital. Este efeito persiste enquanto a mudança na variável escala for diferente de zero.

O segundo componente mede o "ajustamento de estoque" do "portfolio", associado a mudanças nos diferenciais de taxas de retorno e risco. Tais mudanças irão conduzir a uma

(22) Uma série de testes foram realizados para averiguar esta hipótese, alguns dando suporte e outros rejeitando a mesma, com o que não existe evidência conclusiva sobre sua validade geral.

realocação do "portfolio" existente, o que dá aos fluxos de capital daí resultantes um caráter definitivo.

Dessa concepção básica se desdobram duas versões alternativas para a estimação dos fluxos de capital presentes na literatura empírica. A primeira, denominada "teoria de fluxo", utiliza como variáveis explicativas os níveis de taxa de retorno e risco, ou seja:

$$\Delta A_1 = f(R_1, \dots, R_n, \sigma_1, \dots, \sigma_n) \quad (3)$$

Esta formulação não tem justificativa teórica, na medida em que supor que uma mudança no estoque desejado de ativos em t depende da taxa de retorno em t é inconsistente com a idéia expressa teoricamente de que, dado o estoque de riqueza, um "portfolio" que está em equilíbrio só se modificará como resultado de variações na taxa de retorno.

A segunda corresponde à "teoria de estoque", em que os fluxos de capital são relacionados a variações nas taxas de retorno e risco e não a seus níveis absolutos:

$$\Delta A_1 = g(\Delta R_1, \dots, \Delta R_n, \Delta \sigma_1, \dots, \Delta \sigma_n) \quad (4)$$

Embora essa formulação não sofra dos problemas que marcam a "teoria do fluxo", tem o defeito de ser incompleta na medida em que deixa de lado o "fluxo contínuo" ao trabalhar com um nível de riqueza dado.

No que diz respeito aos movimentos internacionais de capital, a idéia é a de que como as taxas de retorno externas são independentes das taxas de retorno domésticas, ou mais precisamente, menos dependentes que as taxas de retorno domésticas entre si, é sempre possível reduzir o risco total do "portfolio" através da inclusão de ativos externos. Desse modo, a diversificação do "portfolio" incluiria também a possibilidade de manutenção de ativos no exterior. O problema da escolha seria ampliado, passando a incluir a maneira pela qual os investidores distribuem sua riqueza entre ativos internos e externos e não só entre diferentes ativos internos.

Neste caso, a demanda por ativos externos (B_+) seria expressa por:

$$B_+ = f(R_d, R_+, \sigma_d, \sigma_+, W) \quad (1)$$

onde:

R_d = retorno esperado dos ativos internos

R_+ = retorno esperado dos ativos externos.

σ_d = risco dos distintos ativos internos

σ_+ = risco dos distintos ativos externos

Dessa formulação, utilizada para explicar itens individuais da conta de capital assim como os fluxos líquidos de capital, se seguem os mesmos desdobramentos discutidos na formulação geral apresentada anteriormente. Com isso, pode-se definir também para os fluxos de capital

entre países um modelo de fluxo ou estoque, conforme esteja-se considerando estes como função dos níveis de taxas de retorno e risco ou de variações nos níveis de taxas de retorno e risco respectivamente. No primeiro caso a especificação seria $\hat{B}_t = f(R_d, R_f, \sigma_d, \sigma_f)$ e no segundo $\Delta B_t = f(\Delta R_d, \Delta R_f, \Delta \sigma_d, \Delta \sigma_f)$ (23).

2.9.2. TEORIAS DE "PORTFOLIO" E INVESTIMENTO DIRETO

No que se refere especificamente à relação entre teoria de "portfolio" e investimentos diretos no exterior, deve-se ressaltar que a incorporação do risco a nível de decisão internacional ainda está em sua infância. Contudo, existem alguns trabalhos que valem a pena ser examinados⁽²⁴⁾.

Hartman(1979) desenvolveu um modelo de "portfolio" para explicar o investimento direto no exterior e seu

(23) Para os interessados em críticas à formulação geral do modelo de "portfolio" aplicado a nível internacional ver LEAMER & STERN (1972).

(24) Aqui utilizam-se somente estes trabalhos por não ter sido possível o acesso a outros artigos identificados na pesquisa bibliográfica. Entre estes pode-se citar: STEVENS, G.V.C. Fixed investment expenditure of foreign manufacturing affiliates of US firms: theoretical models and empirical evidence, Yale Economic Essays, vol. 9, Spring, 1969; STEVENS, G.V.C. United States direct investment in Latin America: some economic and political determinants, unpublished, Brookings Institution, 1969; STEVENS, G.V.C. Risk and return on selection of foreign investments, mimeo, 1969; COHEN, B.J. Foreign investment by US corporations as a way of reducing risk, Economic Growth Centre Discussion Paper, nº 151, Yale University, 1972; PAXSON, D.A. The theoretical diversification of multinational enterprises, University of Reading Discussion Papers in International Investment and Business Studies nº 6, England, 1973.

financiamento, assumindo que o risco é importante para os proprietários individuais de ativos e não para as firmas individuais. Adota como hipóteses simplificadoras a existência de somente duas regiões monetárias (Estados Unidos e resto do mundo); preocupação exclusiva por parte dos proprietários de ativos com seus retornos em dólares e finalmente, que não existe inflação nos Estados Unidos.

A partir daí e com base na suposição de que o risco é adequadamente representado pela variância do retorno, estabelece que as empresas multinacionais operam de acordo com os objetivos de minimização de risco dos proprietários das firmas, sujeito a um retorno dado.

Em termos formais o problema seria minimizar

$$(1) \quad x'Vx \text{ sujeito a } x'm + (p - x'1) i_u = M_o$$

com a solução sendo

$$(2) \quad x^* = \lambda V^{-1} (m - li_u)$$

onde:

x = vetor das quantidades de ativos com risco

V = matriz de variância dos retornos dos ativos com risco

m = vetor dos retornos médios dos ativos com risco

p = tamanho do "portfolio"

1 = vetor unitário

i_u = retorno do ativo sem risco

M_o = retorno médio do "portfolio" total

x^* = "portfolio" ótimo (variância mínima) dado o retorno médio M_0 .

λ = multiplicador de Lagrange

É com base nesta regra de decisão que os investidores irão escolher como distribuir seus "portfolios" entre empréstimos no exterior, investimento nos Estados Unidos e investimento no exterior a partir de suas preferências individuais, mas sempre operando de acordo com o princípio de minimização de risco expresso anteriormente.

Um outro trabalho, ainda que não exatamente na linha desenvolvida por Markowitz e Tobin, que deve ser citado pelas importantes contribuições que oferece é o de Meza e Ploeg (1987).

Segundo os autores, quando as decisões de investimento de longo prazo são tomadas, os custos futuros de operação são desconhecidos (os salários e preços de outros insumos flutuarão em termos de moeda doméstica e as taxas de câmbio são voláteis). Esta incerteza impede que o investidor saiba "a priori" onde os custos futuros de produção serão menores. Ao estabelecer plantas em vários países, a firma se capacita a realocar, pelo menos em alguma extensão a produção daí resultante, face ao comportamento inesperado dos custos futuros de produção.

Ao contrário de Hartman, o incentivo para o investimento internacional está presente ainda que as firmas sejam neutras a risco. Esta condição é garantida pela existência de contratos futuros que permitem que a estratégia de maximização de lucro seja seguida sem que a firma incorra em qualquer risco.

As conclusões são as de que o benefício de estabelecer plantas em diferentes países é tanto maior quanto menor a correlação internacional entre os choques marginais de custo. Entretanto, ainda que esta correlação fosse perfeita, haveria possibilidade de ganhos através da produção internacional desde que as flutuações de custos nos diversos países fossem de variâncias diferentes. Além disso, quanto menor a elasticidade da demanda maior o estímulo à diversificação internacional da produção.

Os autores também analisam a influência da existência de aversão ao risco por parte das firmas sobre suas decisões de investimento. Chegam à conclusão de que a diluição do risco oferece um incentivo adicional para a diversificação da produção, reforçando o motivo de flexibilização da produção no estímulo à internacionalização.

2.10. TRABALHOS EMPÍRICOS

O objetivo desta última seção é alinhar alguns dos muitos trabalhos empíricos relacionados com a internacionalização da produção, procurando mostrar que variáveis foram identificadas como mais importantes na explicação do investimento no exterior.

Serão selecionadas as contribuições mais difundidas, constatando seus resultados sem entrar na questão dos métodos utilizados para tal.

A primeira contribuição a ser contemplada é a de Horst (1972). Sua preocupação é explicar a produção no exterior quando estão ausentes diferenças interindustriais, ou seja, procura determinar dentro da mesma indústria o que leva algumas firmas a investir no exterior e outras não. Como resultado chega ao tamanho da firma como a influência mais significativa. Isso porque firmas maiores podem, devido às maiores facilidades de financiamento, enfrentar os custos fixos envolvidos na produção no exterior com mais facilidade, tornando o risco inerente a essa operação relativamente menor. Haveria, assim, uma relação direta entre o investimento das empresas americanas no exterior e o tamanho das mesmas.

Caves (1974), por sua vez, procura verificar o que explica a produção no exterior a partir da contraposição de 3 grupos de fatores usualmente apontados como importantes: a posse de ativos intangíveis, economias multiplantas e recursos empresariais. Ao testar esses fatores para as firmas estrangeiras operando no Canadá e Reino Unido chega a conclusão de que é a posse de ativos intangíveis o elemento primordial na explicação do investimento direto no exterior. Entre esses se destacaria a diferenciação de produto, expressa pelos gastos de propaganda e intensidade de pesquisa na indústria. As economias de multiplanta também seriam importantes no caso do Canadá. Esses dois fatores deixariam clara a associação entre presença de empresas multinacionais e indústrias relativamente concentradas com importantes barreiras à entrada, com consequente efeito realimentador uma vez que a posse dessas vantagens em relação às firmas potenciais (novas) faria com que o papel das barreiras fosse reproduzido. A importância dos recursos empresariais na explicação do investimento direto recebeu, por sua vez, respaldo empírico insuficiente. A conclusão, então, seria de uma correlação positiva entre investimento externo e diferenciação de produto.

Scaperlanda e Mauer (1979) ao analisarem o investimento americano na Comunidade Econômica Européia procuraram testar os seguintes fatores enquanto estimuladores da produção no exterior: o tamanho do mercado do país receptor do

investimento, o crescimento econômico deste mercado e a proteção tarifária. Como resultado, obtiveram que o tamanho de mercado é o único determinante estatisticamente relevante para explicar o investimento externo direto. O crescimento e as discriminações tarifárias foram rejeitados por não se apresentarem como estatisticamente significantes no período considerado.

Para avaliar o efeito da criação do Mercado Comum Europeu sobre o fluxo de investimento americano, foram feitas análises separadas para o período anterior e posterior à criação do Mercado Comum. A discriminação tarifária não foi confirmada como importante. Embora a relação entre tamanho de mercado e investimento no exterior tenha sido afetada de alguma forma, a estabilidade da elasticidade do tamanho de mercado entre os dois períodos

mostra o impacto insignificante que a criação do MCE teve sobre a relação investimento e produto⁽²⁵⁾.

Nessa mesma direção tem-se também o trabalho de Bandera e White. Os autores procuraram avaliar a importância do tamanho de mercado (dado pelo PNB), do retorno anual do investimento e da liquidez internacional do país receptor (dada pela conversibilidade de moeda estrangeira) enquanto determinantes da decisão de produção das empresas americanas na Europa. Não constatarem nenhuma evidência de que os lucros ou a liquidez internacional do país estivessem ligados à decisão das firmas de produzir no exterior. O que realmente aparece como importante é o tamanho de mercado e a perspectiva de seu crescimento a longo prazo.

Alguns autores analisaram empiricamente a questão da diversificação a nível internacional, procurando verificar

(25) A análise dos efeitos da discriminação tarifária são difíceis de verificar empiricamente devido a problemas de identificação, ou seja, conseguir separar os efeitos da integração econômica dos outros fatores que influenciam a decisão de investimento no exterior, assim como devido a um efeito antecipação que faz com que as firmas se instalem paulatinamente entre o período de discussão sobre a formação e a efetiva integração do mercado. Essas dificuldades deram origem a uma série de tentativas de mensurar o impacto das mudanças tarifárias sobre o investimento direto americano no MCE, destacando-se os seguintes trabalhos: SCHMITZ and BIERI "EEC tariffs and US direct investment", *European Economic Review*, vol. 3, p. 259-270, 1972; LUNN *Determinants of US direct investment in the EEC: further evidence*, *European Economic Review*, vol. 13, jan., p. 93-101, 1980; SCAPERLANDA and BALOUGH *Determinants of US direct investment in the EEC: revisited*, *European Economic Review*, vol. 21, may, p. 381-390, 1983; LUNN *Determinants of US direct investment in the EEC: revisited again*, *European Economic Review*, vol. 21, may, p. 391-193, 1983.

em que medida isso resulta em benefícios para o investidor. Entre os trabalhos pioneiros destacam-se as tentativas feitas por Grubel (1968), Miller e Whitman (1970) e Levy e Sarnat (1970) que se referem a "portfolios" financeiros.

Grubel procurou mostrar que a diversificação entre ativos de 11 países permitiu aos investidores alcançar taxas de retorno mais altas ou variâncias mais baixas de seus "portfolios" do que se mantivessem um "portfolio" com ativos de um único país, concluindo que o investimento diversificado internacionalmente permite ganhos substanciais àqueles que os realizam.

Miller e Whitman, por sua vez, mostraram que a manutenção de títulos externos em "portfolios" americanos depende não somente das taxas esperadas de retorno destes títulos, mas também de medidas de risco. A medida de retorno utilizada foi o retorno diferencial normalizado pelo retorno dos ativos domésticos. Várias "proxies" para as variáveis de risco foram introduzidas, sendo a mais importante a nível doméstico, o desvio da renda americana de sua tendência histórica. A relação negativa esperada entre esta "proxy" e a proporção de ativos externos no total de ativos com risco foi suportada pelos testes empíricos. No que se refere ao risco externo os autores assumiram que eles são decrescentes ao longo do tempo, em virtude do maior conhecimento e experiência que paulatinamente vai se adquirindo.

Finalmente, Levy e Sarnat apresentaram estimativas dos ganhos potenciais da diversificação internacional de "portfolios" para o período 1951-67. Concluíram que se fossem possíveis investimentos em 28 países, uma composição de "portfolio" ótima melhor deveria surgir em relação ao caso de neste se incluírem somente 11 países. Segundo os autores uma característica marcante dos "portfolios" diversificados internacionalmente é a proporção relativamente grande de investimentos em países em desenvolvimento da época como a Venezuela, África do Sul, Nova Zelândia, México e Japão.

Entre os trabalhos empíricos que tratam do investimento direto numa abordagem de "portfolio", destaca-se o de Prachowny(1972) que procurou explicar os níveis de investimento americano no exterior e do Canadá e Inglaterra nos Estados Unidos durante o período 1953-64, usando uma abordagem de "portfolio" em que a firma multinacional escolheria seus investimentos de forma a maximizar uma função utilidade positivamente relacionada ao retorno esperado e negativamente relacionada à variância deste ou risco.

A variável dependente utilizada foi a razão entre o estoque de investimento direto americano no exterior e o valor de mercado do estoque das corporações americanas. As

variáveis independentes utilizadas foram a relação entre as taxas de retorno e risco no exterior e nos Estados Unidos e o saldo do Balanço de Pagamentos americano, sendo este último utilizado como "proxy" para o risco externo.

Além da variabilidade da taxa de retorno, o investimento direto está sujeito a inúmeros tipos de risco como a probabilidade de expropriação, mudanças na taxa de câmbio, controles sobre a repatriação de lucros, etc. que embora apareçam esporadicamente devem ser levados em conta. Segundo Prachowny, a posição do Balanço de Pagamentos americano seria o melhor indicador para captar esses efeitos. Isto porque uma melhora neste item teria como consequência uma melhora nas reservas americanas e um enfraquecimento da reserva dos demais países. Nessas condições seria pouco provável uma desvalorização cambial por parte dos Estados Unidos assim como a imposição de controles de capital, ocorrendo o contrário com os demais países. O resultado é que os investidores mudarão a composição de seus "portfolios", optando pela manutenção de mais ativos americanos e menos ativos externos. Para que não houvesse problema de simultaneidade esta variável foi defasada um ano.

Os resultados empíricos para as taxas de retorno apresentaram-se como significantes, enquanto os resultados para os termos de risco foram bastante inconclusivos.

Quando as variáveis de risco apareciam combinadas com outras variáveis eram significantes, o mesmo não ocorrendo quando apareciam sozinhas, caso em que eram sempre insignificantes.

Quando se trata de aplicar a teoria de "portfolio" para uma análise empírica dos investimentos diretos as dificuldades não são poucas⁽²⁶⁾.

Em primeiro lugar tem-se, aliado ao problema geral de especificações teóricas definidas em termos de retornos e riscos esperados e trabalhos empíricos baseados nos valores observados dessas variáveis, sem qualquer consideração sobre a formação de expectativas, uma dificuldade específica de definir em que consiste o retorno do investimento direto.

No que se refere ao risco os problemas são ainda maiores na medida em que não se consegue definir variáveis "proxy" adequadas, especialmente no que diz respeito ao risco do país (este é particular a cada região geográfica e se refere ao risco político de expropriação dos ativos pelo governo, repudiação dos débitos contraídos, imposição de controles sobre a remessa de lucros, possibilidade de desastres naturais e guerras e os consequentes problemas

(26) Os problemas práticos, ou mais especificamente, de adequação dos modelos teóricos de "portfolio" à estimação empírica foram cuidadosamente avaliados por BRYANT (1975), de onde se obtém os subsídios para a análise aqui efetuada para o investimento direto.

econômicos, dificuldades no Balanço de Pagamentos, etc.) que aparece esporadicamente e é de difícil mensuração.

A definição de uma variável escala adequada também cria complicações, o que acaba levando à sua omissão nas equações estimadas.

Finalmente, na medida em que os modelos teóricos não contemplam a existência de restrições aos movimentos de capital, a nível prático utilizam-se variáveis "dummy" para tentar captar os efeitos destas sobre a composição dos "portfolios" dos agentes.

Se isso é verdade, por outro lado a teoria de "portfolio" apresenta algumas vantagens sobre as demais. Ainda que em alguns momentos ou lugares outras variáveis devam ser destacadas, o fato de considerar apenas dois parâmetros facilita a operacionalização, além do que as decisões com respeito à produção no exterior são geralmente consistentes com o que prediz o modelo de "portfolio", que definiria uma regra comportamental de forma genérica amplamente seguida.

Um outro ponto favorável decorre do próprio caráter que passam a assumir as subsidiárias estrangeiras, a partir do movimento global de internacionalização da segunda metade da década de 60. As subsidiárias tornaram-se, utilizando a

classificação de Richardson (1971), cada vez mais "maduras", passando a levar em conta de forma mais decisiva na tomada de decisão de investimento variáveis como lucros, impostos, nível global de vendas, liquidez, etc. Além disso, as subsidiárias tornaram-se "internacionais", tendo suas decisões de investimento ligadas às condições de todos os mercados onde a matriz opera, atuando esta de modo a maximizar uma função objetivo mundial⁽²⁷⁾.

No que se refere a esse ponto, somente a teoria de "portfolio" parece ser capaz de dar conta de uma tomada de decisão em que é fundamental a avaliação de 3 realidades: a do país exportador de capital, a interna de cada país receptor considerado individualmente e a dos demais países de interesse potencial para o país investidor. Realça, assim, as diferentes possibilidades de orientação do investimento direto podendo, dessa forma, mostrar como os capitais se alocam a nível internacional em resposta ao retorno e ao risco dos diferentes países de origem e destino.

(27) O autor contrapõe as subsidiárias "maduras" às subsidiárias "jovens", onde a decisão de investimento seria significativamente influenciada por considerações estratégicas e competitivas que descreveriam a expansão em direção ao exterior como resultado de uma postura de busca e/ou defesa de uma posição de mercado. Por outro lado, contrapõe as subsidiárias "internacionais" às "independentes" nas quais as decisões de investimento estariam ligadas às condições de um mercado externo específico, resultando dos objetivos particulares da subsidiária e não dos objetivos globais da empresa multinacional.

Por fim, tem-se que este tipo de formulação , ao incluir nas funções de investimento das empresas multinacionais a variável risco, incorpora o elemento distintivo essencial entre empreendimentos realizados domesticamente e aqueles realizados no exterior.

2.11. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este capítulo procurou discutir algumas das formulações teóricas preocupadas com os determinantes do investimento direto no exterior e com a distribuição espacial do mesmo.

Pode-se perceber a complexidade de elementos envolvidos neste tipo de decisão, o que leva à necessidade de especificação e destaque de alguns deles conforme o período, país e tipo de análise que se deseja realizar..

No presente caso, como já foi ressaltado anteriormente, pretende-se identificar as causas da redução do interesse dos investidores estrangeiros pela economia brasileira com base em dois cenários, um de mais curto prazo e outro de longo prazo.

No que se refere ao primeiro centra-se a discussão nos fatores, tanto a nível externo quanto interno, que parecem ter atuado como desestimuladores sem utilizar de uma

vertente teórica específica, mas dos subsídios gerais oferecidos pelos trabalhos anteriormente resenhados.

Quanto ao cenário de longo prazo, a opção teórica é mais clara. Busca-se testar um modelo de "portfolio" para o investimento direto, na tentativa de determinar entre que regiões se dá a concorrência pelo capital produtivo americano. Ainda que existam problemas práticos para tal, a escolha foi feita levando-se em conta o fato de que somente este tipo de abordagem é capaz de especificar os diversos concorrentes potenciais em termos de destino do investimento possibilitando, dessa maneira, a definição de quem está ganhando ou perdendo em termos de atratividade nos últimos 20 anos.

O capítulo 3 centra-se, assim, na discussão dos determinantes mais imediatos da queda do volume de entrada de capital de risco no país. O capítulo 4, por sua vez, define a especificação do modelo e os resultados obtidos a partir deste para a definição do movimento de realocação do capital.

CAPÍTULO 3 - A MUDANÇA NO CENÁRIO MUNDIAL NA DÉCADA DE 80 E SEUS EFEITOS SOBRE O INVESTIMENTO DIRETO

3.1. INTRODUÇÃO

Pretende-se analisar, neste capítulo, os efeitos dos desequilíbrios orçamentário e externo norte-americano sobre os fluxos de investimento em geral, e para o Brasil em particular. O objetivo é avaliar como uma mudança no quadro macroeconômico internacional, trazida pelas transformações por que passa a economia americana, alterou o padrão global dos investimentos externos.

Busca-se também avaliar o comportamento da economia brasileira na década de 80, procurando identificar se este atuou de forma a corroborar ou contrarrestar a tendência que marca a economia mundial neste período.

3.2. OS ESTADOS UNIDOS TRANSFORMAM-SE EM RECEPTORES LÍQUIDOS DE CAPITAL

Depois do segundo choque do petróleo, com Paul Volcker assumindo a frente do Federal Reserve Board (FED) e ainda sob a gestão Carter, os Estados Unidos tentam retomar o controle financeiro internacional através da política do dólar forte. A política monetária expansionista até então adotada, que resultou numa desvalorização do dólar em

relação a uma cesta de moedas em 19% entre julho de 1971 e março de 1973, é substituída por uma de caráter nitidamente contracionista.

Com a administração Reagan, a nova orientação de política econômica é levada adiante de forma mais decisiva, o que fica claro pela análise do Programa de Recuperação Econômico levado ao Congresso em 18 de fevereiro de 1981. Este foi formulado com base em duas correntes teóricas básicas: a do "supply-siders" e a monetarista⁽¹⁾. Com isto o contorno contracionista da política monetária é mantido, objetivando a redução da tendência inflacionária, ao mesmo tempo em que é adotada uma política fiscal expansionista caracterizada especialmente pela redução da pressão fiscal, visando estimular o crescimento econômico por meio do estímulo à oferta ou produção. Dentro dessa nova orientação os efeitos sobre o déficit público não aparecem como tendo importância significativa, uma vez que se acreditava que a expansão da atividade econômica resultante da queda dos impostos acabaria implicando num aumento das receitas

(1) Os "supply-siders" enfatizam a necessidade de promover a expansão da atividade econômica através de estímulos à produção conseguida, especialmente, através da redução dos impostos. Já os monetaristas destacam a busca do controle inflacionário que, visto como um fenômeno tipicamente monetário, exigiria a adoção de uma política monetária restritiva com resultados recessivos inevitáveis, porém necessários. Para uma discussão dos dois troncos teóricos que sustentam a "reaganomics", suas diferenças e inconsistências ver BOUZAS (1982).

fiscais totais ("curva de Laffer")⁽²⁾.

O programa era composto de poucos elementos chave. Entre estes destacavam-se metas de redução das taxas de crescimento dos gastos públicos; um programa para diminuir a regulação estatal; uma política monetária voltada ao controle inflacionário; medidas visando a aceleração da depreciação de investimentos em plantas e equipamentos, com o objetivo de aumentar a geração de empregos e, finalmente, uma proposta de redução das taxas de imposto de renda em 10% ao ano durante três anos e tratamento mais favorável no que se refere aos impostos sobre o capital, que resultou do Economic Recovery Tax Act de 1981 e Tax Equity and Fiscal Responsibility Act de 1982.

Os resultados macroeconômicos foram, em grande medida, de acordo com o esperado. Observou-se uma forte subida do dólar, aparentemente causada pela elevação das taxas de juros americanas (a "prime-rate" alcança seu nível mais alto em 1981, 18,33%), uma queda da taxa de inflação e uma recuperação das taxas de crescimento que depois de apresentarem um índice negativo em 1982 (-2,1%) recuperam-se firmemente: 3,4% em 1983, 6,4% em 1984, 2,7% em 1985 e 2,5% em 1986.

(2) A idéia expressa pela "curva de Laffer" é a de que a partir de um determinado nível aumentos nas taxas fiscais resultam em queda da arrecadação em decorrência do desestímulo que exercem sobre a atividade produtiva.

TABELA 3.1

APRECIACÃO DO DÓLAR DESDE 1980

	1980	1982	1985 maio	variação % 1980-85-
taxa yen/\$	227,00	249,00	352,00	11,0
taxa DM/\$	1,83	2,43	3,11	69,9

FONTE: R. Dornbusch, (1986).

Os efeitos colaterais do mix de política econômica adotada pelos Estados Unidos foram expressivos.

O primeiro deles refere-se ao "crowding-out"⁽³⁾ ocorrido no mercado financeiro americano antes mesmo da recuperação econômica em 1983/85. Assim, já em 1982 aproximadamente 70% da poupança líquida do setor privado eram absorvidos pelo déficit do governo (tabela 3.2)⁽⁴⁾.

(3) Fenômeno caracterizado pela redução dos gastos privados num montante igual ao aumento dos gastos do governo.

(4) Análise baseada em BAECK (1987).

TABELA 3.2

EFEITO DO DÉFICIT GLOBAL DO GOVERNO

ZONAS	1980	1982	1985
Estados Unidos			
Déficit do governo ^a	-1,2	-3,8	-3,9
Crowding-out ^b	21,6	69,8	75,9
Japão			
Déficit do governo ^a	-4,5	-3,6	-1,7
Crowding-out ^b	28,2	26,0	12,7
Alemanha			
Déficit do governo ^a	-2,9	-3,3	-1,2
Crowding-out ^b	35,9	45,4	15,3
França			
Déficit do governo ^a	+0,2	-2,7	-3,3
Crowding out ^b	-2,6	40,9	47,7
Reino Unido			
Déficit do governo ^a	-3,5	-2,3	-3,4
Crowding out ^b	34,4	30,0	34,2

a. como percentagem do produto nacional

b. déficit do governo como percentagem da poupança líquida privada de indivíduos e de firmas.

FONTE: L. Bowek. (1987).

Quando da retomada do crescimento em 1983, esse quadro se agrava. O aumento do consumo e do investimento não são acompanhados por um aumento da poupança com o que as taxas de juros e o valor do dólar aumentam substancialmente, passando a atrair cada vez mais investidores do resto do mundo, especialmente japoneses e europeus.

Se até 1981 somente a Inglaterra se submete e se ajusta à política norte-americana, o mesmo passa a ocorrer depois

desta data, apesar da relutância, com a Alemanha e o Japão que começam a adotar também medidas econômicas de cunho mais ortodoxo. Contudo, o efeito "crowding-out" ocorrido na Alemanha, no Japão e no Reino Unido foi menor, embora estes países apresentassem também déficits governamentais consideráveis. Isto decorreu do volume relativamente maior de poupança líquida nestes países. Depois de 1983, como não se verificasse uma melhora substancial no desempenho dessas economias, com o que o nível de investimentos permaneceu muito fraco, sobrou poupança suficiente que encontrou nos Estados Unidos oportunidades lucrativas de investimento.

A mudança nas demandas de ativos a nível internacional, onde ganha espaço crescente em termos de atratividade a economia americana, está ligada não só à ampliação dos diferenciais de taxas de juros mas também à ampliação dos diferenciais de taxas de retorno esperadas dos ativos americanos e externos de forma genérica. No que diz respeito ao capital de risco, que nos interessa aqui, a tabela 3.3 é bastante ilustrativa. Observa-se que o diferencial entre os dividendos obtidos nos Estados Unidos de um lado, e a Europa e Sudeste Asiático de outro, passa de 1,1% em 1980 para 1,7% em fevereiro de 1985. Se o indicador analisado é a razão preço/lucros a mudança é mais marcante. Salta-se de um diferencial de 1,6% em 1980 para um de 3,1% em 1985.

TABELA 3.3

RETORNO DO CAPITAL DE RISCO
(em porcentagem)

ITEM	1980 ^a		1985 ^b	
	EUA	EUR/SUD.ASI.	EUA	EUR/SUD.ASI.
Dividen-	5,6	4,5	4,3	2,6
dos				
Razão	12,6	11,0	9,2	6,1
preço/lucros				

a média dos valores finais dos quatro trimestres do ano
b. fevereiro

FONTE: J. Frankel, (1988).

É dessa forma, que aumentaram não só as compras de títulos do Tesouro americano e de outros títulos existentes no país, como também o investimento direto ali realizado por não residentes (tabela 3.4). Deve-se ressaltar que, aliado aos elementos que afetaram o retorno do capital situado nos Estados Unidos, atuaram como fatores explicativos do aumento da penetração estrangeira neste país as perspectivas positivas de crescimento apresentadas pela economia e o temor de adoção de medidas protecionistas.

TABELA 3.4

MUDANÇA NOS ATIVOS PRIVADOS EXTERNOS NOS ESTADOS UNIDOS -
1982-85

(milhões de dólares)

	1982	1983	1984	1985
Investimento Direto	15,963	12,384	27,522	20,032
Títulos do Tesouro	7,253	8,088	24,349	25,441
Outros títulos	17,903	20,671	13,657	79,312

FONTE: Survey of Current Business, June 1987.

O principal efeito da política americana foi, entretanto, a manifestação de sérios desequilíbrios externos entre as economias centrais..

Depois do segundo choque do petróleo o Japão conseguiu absorver em um curto espaço de tempo seu déficit comercial, adquirindo, ainda, saldos expressivos em conta corrente que lhe permitiram passar a atuar como um dos principais exportadores de capital.

A Alemanha, por sua vez, conseguiu bons desempenhos na balança comercial, embora no que se referisse à conta corrente estes não fossem tão expressivos.

O que chama de fato atenção, contudo, é a transformação por que passa a economia americana. Os Estados Unidos não só se tornaram deficitários na balança comercial mas também, a partir de 1982, em conta corrente, com esta

atingindo cifras realmente surpreendentes: 9,2 bilhões de dólares em 1982, pulando para 101,6 bilhões em 1984 e 145,0 bilhões em 1986⁽⁵⁾ Em suma, os Estados Unidos passam de exportadores a importadores de capital.

No que se refere à mudança na posição líquida americana referente aos investimentos diretos, cujos dados correspondentes se encontram na tabela 3.5, verifica-se que a diferença entre os fluxos de investimento americano no exterior e do investimento estrangeiro nos Estados Unidos apresenta valores bastante altos, atingindo US\$23,2 milhões em 1984, quando começa a cair.

TABELA 3.5

ESTADOS UNIDOS: MUDANÇA NA POSIÇÃO LÍQUIDA

(US\$ milhões)

ANOS	SAÍDA ^a	ENTRADA ^b	LÍQUIDO
1982	-20,596	15,963	-36,559
1983	-549	12,384	-12,993
1984	4,277	27,522	-23,245
1985	18,268	20,032	-1,764
1986	30,142	24,714 ⁽⁵⁾	5,428

a mudança no estoque de investimento direto americano no exterior

b mudança no estoque de investimento direto estrangeiro nos Estados Unidos

FONTE: Survey of Current Business, June 1987.

Esta mudança, juntamente com a aceleração da busca de

(5) Dados obtidos de BAECK (1987).

um padrão de crescimento novo e, principalmente, de uma nova trajetória tecnológica por parte dos países avançados especialmente a partir de 1977/78⁽⁶⁾ tem efeitos importantes sobre a direção dos fluxos de investimentos diretos nos últimos anos.

O padrão de crescimento anterior, liderado pela expansão rápida da produção dos setores metal-mecânico e químico, onde a mudança técnica buscava resolver o problema da escassez relativa de mão-de-obra e recursos naturais das economias desenvolvidas, começou a perder seu dinamismo em fins da década de 60. Isso foi resultado, em grande medida, da saturação do consumo de bens duráveis e automóveis que lideraram a fase de crescimento anterior e foi temporariamente resolvido através da realização de investimentos no exterior.

64839

No caso dos Estados Unidos, o processo de perda da competitividade da antiga indústria foi bastante acentuado em decorrência da forte concorrência internacional, o que aliado ao descrédito na possibilidade de deflagração de uma nova fase de crescimento com base nos mesmos setores industriais que lideraram o "boom" do pós-guerra, fez com que estes passassem a investir fortemente nos setores de tecnologia de ponta (microeletrônica, biotecnologia, engenharia genética, novos materiais) e serviços

(6) A discussão sobre a reestruturação industrial dos países avançados aqui realizada baseia-se em SUZIGAN (1988).

sofisticados, desde 1982.

Contribuíram para essa modernização da indústria de ponta americana as importações por parte dos Estados Unidos de equipamentos modernos e principalmente baratos e a absorção de investimentos diretos especialmente do Japão, num aumento substancial de "joint-ventures" e associações nipo-americanas nos Estados Unidos.

A associação de capitais da Alemanha ao parque produtivo americano também ocorreu de forma importante, embora menos intensa. Isso porque o movimento mais geral na Europa tem assumido a forma de investimento intra-países, objetivando consolidar e fortalecer o Mercado Comum Europeu de modo a poder enfrentar posteriormente a concorrência da estreita relação entre os capitais japoneses e americanos.

A forte atratividade que os Estados Unidos passam a exercer sobre os investidores estrangeiros pode ser ilustrada pela tabela 3.6.

Em termos quantitativos ela mostra um aumento substancial do estoque de capital estrangeiro na economia americana que passa de 54,5 milhões de dólares em 1979 para 101,8 milhões de dólares em 1982 e 209,3 milhões em 1986. Em termos qualitativos o que chama atenção é o interesse generalizado pela economia americana que recebe

investimentos diretos dos quatro cantos do mundo. A quase totalidade destes continua, contudo, vindo de três regiões básicas: Canadá, que detém em 1986 8,7% do estoque de capital estrangeiro nos Estados Unidos, o Japão responsável por 11,2% e a Europa Ocidental responsável por 67,7%.

TABELA 3.6

ESTOQUE DE CAPITAL ESTRANGEIRO NOS EUA
US\$ mi

ANOS	Europa Ocidental	Canadá	Japão	América Latina	Outros	TOTAL
1979	37,403	7,154	3,493	5,431	981	54,462
1982	68,514	9,823	8,742	9,195	5,570	101,844
1986	141,669	18,312	23,433	14,194	11,721	209,329

FONTE: Survey of Current Business, vários números

Não foram apenas os demais países do mundo que se interessaram pela economia americana. Os próprios Estados Unidos estimularam o retorno de parte do capital das filiais de multinacionais americanas, sem condições de expansão nos outros países. Isso não é de surpreender, na medida em que enquanto os países do Terceiro Mundo cresceram a taxas praticamente nulas e os demais países centrais cerca de 2,5%, os Estados Unidos cresceram em média 4,5% em 1984 e 1985.

No ano de 1986 atuou também como importante

desestímulo a mudança na legislação tributária americana⁽⁷⁾. Esta se consolidou em 3 mudanças básicas: a redução do crédito fiscal sobre as remessas de lucros e dividendos de subsidiárias de empresas americanas; a taxaço de cada tipo de remessa segundo sua categoria específica (tecnológica, industrial, financeira, etc.), aumentando a tributação sobre as remessas e o aumento da taxaço sobre a transferência de bens intangíveis (marcas, patentes, etc.).

A repatriação de capital americano investido no exterior e a remessa de lucros resultante da reforma tributária afetou seriamente a economia brasileira. Cerca de 75% das vinte maiores repatriações feitas no 1º semestre de 1986, contra 64% em 1985, eram relativas a capitais americanos⁽⁸⁾.

Deve-se ressaltar também que, embora a redução dos investimentos diretos americanos no exterior e no Brasil em particular esteja ligada a fatores como as transformações sofridas pela economia americana e a necessidade de resolver as dificuldades no balanço de pagamentos daí resultante, o problema deve ser examinado ,ainda, dentro de uma visão de prazo mais longo em que observa-se uma reorientação dos fluxos de capital dos Estados Unidos em direção tanto aos países desenvolvidos quanto em desenvolvimento, o que será

(7) A informação sobre as medidas da reforma tributária americana foi obtida de CAVALCANTI (1986), p. 46.

(8) SERRA (1987), p. 3.

analisado nos capítulos final.

Dentro deste cenário, a reestruturação industrial anteriormente descrita desempenha um importante papel, na medida em que ao reduzir a participação da mão-de-obra e aumentar o peso da alta qualificação e capacidade organizacional como elementos da competitividade internacional pode atuar de modo a estimular a reorientação dos fluxos de investimento direto no futuro em direção a regiões privilegiadas em termos tecnológicos.

3.3 EFEITOS DA POLÍTICA DE AJUSTAMENTO BRASILEIRA SOBRE OS FLUXOS DE INVESTIMENTO EXTERNO

Depois do segundo choque do petróleo em 1979 observa-se uma queda acentuada nas taxas de crescimento das economias centrais, um aumento das práticas protecionistas e uma queda dos preços das "commodities". Esses fatores fizeram com que o ritmo de crescimento das exportações brasileiras, associado ao aumento dos custos das importações, não fosse suficiente para fazer face aos crescentes compromissos com o pagamento de juros e amortizações.

É assim, que depois da resistência à adoção de uma política contracionista em 1979 e 1º semestre de 1980, passa-se a adotar a partir do 2º semestre desse ano e especialmente depois de 1981, uma política rígida de

controle da demanda agregada via contração monetária, cortes nos gastos públicos, compressão das importações e redução dos investimentos.

Observa-se efetivamente uma melhora no desempenho da balança comercial, conseguida através de uma redução drástica nas taxas de crescimento econômico que passam de 7,2% em 1980 para -1,6% em 1981, mas os bancos internacionais mantêm-se receosos quanto à manutenção do fornecimento de recursos externos para o Brasil.

Uma série de dificuldades encontradas por outros países endividados vem acentuar a gravidade deste quadro. A crise de insolvência da Polônia, a guerra das Malvinas em 1982 e a consequente recusa de pagamento da dívida externa pela Argentina acentuam a retração na oferta de crédito. Finalmente, a declaração de moratória pelo México em agosto de 1982 vem, pela magnitude dos débitos envolvidos, marcar a interrupção no fornecimento de crédito por parte da comunidade financeira internacional aos países em desenvolvimento altamente endividados.

A crise cambial que a economia brasileira passa a enfrentar a partir de então faz com que se acabe recorrendo a um programa de ajustamento junto ao Fundo Monetário Internacional. A extrema fragilidade do esquema de financiamento acertado, que resultava no descumprimento na

prática das metas básicas acordadas, fez cada vez mais necessária a geração de mega superávits na balança comercial para o atendimento do serviço da dívida. O ajuste, ainda que as exportações tenham crescido em decorrência da maxidesvalorização de fevereiro de 1983, acabou recaindo sobre as importações, devendo-se cerca de 70% do saldo à queda abrupta neste item em 1983⁷.

As consequências sobre a economia brasileira foram as mais desastrosas: redução drástica na taxa de crescimento da economia (esta atinge sua marca mais baixa em 1983, -3,2%), pressões inflacionárias adicionais, aumento do desemprego, queda dos salários reais e retração dos níveis de investimento no período 1981 a 1984.

O saldo comercial positivo obtido em 1984 permitiu o cumprimento dos compromissos externos, possibilitando ainda uma melhora no desempenho interno devido à existência de amplas margens de capacidade ociosa na economia.

Em 1986, a elevada transferência de recursos ao exterior aliada a uma piora na balança comercial resultou em perdas de reservas cambiais e a uma deterioração crescente do balanço de pagamentos, que levou à interrupção nos pagamentos dos juros em fevereiro de 1987.

(7) CAVALCANTI (1986), p. 44.

A análise, ainda que breve, da política de ajustamento adotada pelas autoridades econômicas brasileiras ao longo dos anos 80 decorrente dos problemas externos, é importante por dois motivos.

O primeiro para deixar claro que a prioridade dada ao atendimento dos compromissos externos e a efetiva realização destes, foi obtida às custas de uma redução acentuada da trajetória de crescimento da economia brasileira. A recuperação verificada a partir de 1984, quando a taxa de crescimento alcança o patamar de 4,5%, seguida de 8,2% em 1985 e 8,3% em 1986, não pareceu indicar sinais de continuidade nos anos seguintes. Isso gera um efeito imediato sobre o investimento direto na medida em que as empresas estrangeiras, caracteristicamente preocupadas não só com o tamanho dos mercados onde vão investir, mas também com sua taxa de expansão, sentiram-se desestimuladas pela instabilidade do desempenho da economia brasileira.

O segundo motivo é o de ressaltar o impacto direto que a crise da dívida teve sobre a entrada de investimentos estrangeiros no Brasil. A posição externa vulnerável da economia brasileira parece ter abalado a confiança dos investidores internacionais que, diante da ameaça à viabilidade de seus projetos no país e dos riscos crescentes de possíveis limites futuros à remessa de lucros decorrentes das restrições cambiais, ficaram temerosos de realizarem

aqui seus investimentos. Isto é confirmado pela tabela 1.7, onde se observa que a redução dos fluxos de investimento direto tem início a partir de 1982.

Dentro desse quadro, o clima de incerteza criado no país com a formulação da Nova Constituição, que passaria a definir o papel a ser desempenhado pelo capital estrangeiro na economia brasileira, exerceu efeito apenas marginal, uma vez que estão se desenhando os contornos de uma queda do investimento direto há mais tempo, o que confere a esta mudança um caráter mais estrutural. Efetivamente, as decisões tomadas a nível constitucional agiram, mais pelas discussões que geraram em torno das propostas nacionalistas do que pela implementação efetiva das mesmas que praticamente se reduziram à reserva do setor de mineração ao capital nacional, de forma a acentuar um cenário já bastante negativo em termos de atração de capital de risco para o país.

No que diz respeito à legislação brasileira, não se verificam alterações substanciais desde 1964, continuando as empresas estrangeiras a poder remeter ao exterior sob a forma de lucros até 12% do capital registrado. Sem dúvida alguma isto representou um aspecto positivo, uma vez que os investidores internacionais tomam a legislação como um fator decisivo de segunda ordem, dirigindo mais atenção à

sua estabilidade do que propriamente ao seu caráter restritivo ou não⁽¹⁰⁾.

Entretanto, outros países promoveram mudanças significativas em suas legislações⁽¹¹⁾. Alguns países em desenvolvimento como Cingapura, Hong Kong e Malásia procuraram deixar de lado as regulamentações restritivas, atraindo substanciais investimentos. A Coreia do Sul, o México, o Marrocos e o Paquistão também atuaram neste sentido. Na República Popular da China procurou-se atrair o capital estrangeiro através da liberalização das compras de insumos e da venda da produção no mercado interno. Cuba, por sua vez, passou a permitir a repatriação integral dos lucros e a isenção de impostos dos investimentos brutos a partir de 1982. Passou a ser possível, ainda, uma empresa multinacional comprar 51% das ações de uma empresa cubana. Isto pode ter afetado as decisões de investimento com relação ao Brasil porque este, ao mesmo tempo em que apresentava condições desfavoráveis em termos econômicos, no que se refere à legislação assumiu uma posição desvantajosa em relação a países potencialmente concorrentes pelo capital estrangeiro.

(10) Ver novamente pesquisa realizada pela Revista Exame (1974).

(11) Quem tem medo das multinacionais?, Conjuntura Econômica, nº 10, out., 1986.

Por último, é importante chamar atenção para o fato de que os dados relativos ao investimento direto tornam-se mais alarmantes quando se passa a analisar o processo de conversão da dívida.

Diante da queda do valor das obrigações externas brasileiras no mercado internacional, estabeleceu-se este tipo de esquema visando estimular as filiais estrangeiras ou empresas brasileiras de capital estrangeiro a transformar parte da dívida em capital de risco. Até 1984, qualquer empresa cujos créditos estivessem depositados no Banco Central podia se apropriar integralmente do deságio, ou seja, comprava títulos da dívida com desconto no exterior de até 50% e recebia do Banco Central 100% do seu valor de face. A partir de então instituiu-se o sistema de leilões, através dos quais o governo tiraria vantagem da conversão via apropriação de parte do desconto.

O processo de conversão representava para o banco credor a recuperação de parte do valor emprestado, diante da quase certeza de não recebimento do montante integral concedido, dadas as proporções assumidas pelo endividamento externo do país. Do ponto de vista das empresas estrangeiras significava a oportunidade de lucros substanciais com o aumento da rentabilidade dos novos investimentos resultante do ganho representado pelo deságio.

Este último tipo de benefício exerceu influências bastante desestimuladoras sobre os investimentos diretos realizados por vias tradicionais. Isso porque a existência do deságio torna mais lucrativo para o investidor converter créditos com desconto, o que desestimula a entrada de volumes substanciais de capital de risco pela forma convencional. Um outro problema resulta do incentivo que este tipo de mecanismo oferece à remessa de lucros ao exterior, na medida em que estes podem então retornar ao país como investimento devidamente descontados (o chamado "passeio dos lucros"), o que fica claro pelo aumento das remessas ao exterior nos últimos anos (tabela 1.9).

De fato, os efeitos do processo de conversão tornam-se marcantes depois de 1983. Até 1981 esse mecanismo não era muito utilizado uma vez que as obrigações externas não tinham desconto. Em 1982, antes da crise da dívida, o governo estabeleceu que as empresas que recebessem o investimento teriam um abatimento de imposto equivalente a 10% do valor convertido. No caso do imposto a ser pago pela empresa não atingir estes 10% esta seria reembolsada pela diferença. Dado que este incentivo permaneceu durante o 2º semestre daquele ano, o surgimento do deságio com a crise da dívida (entre 12% e 20%) fez com que a conversão passasse a ser uma alternativa bastante atraente, aumentando substancialmente em 1983 e 1984 quando atinge sua magnitude mais alta (tabela 3.7).

Mesmo depois das restrições estabelecidas em novembro de 1984, através da Carta Circular nº 1125 do Banco Central, a entrada de investimentos via conversão foi bastante alta, na medida em que 75% dos 581 milhões de dólares que entraram via conversão já haviam sido autorizados⁽¹²⁾.

TABELA 3.7
INVESTIMENTO DIRETO E CONVERSÃO DA DÍVIDA
(US\$ mi)

ANOS	LÍQ. EXCL. CONV.	LÍQ. INCL. CONV.	CONVERSÃO
1979	1477,7	1685,1	207,4
1980	1448,0	1487,3	39,3
1981	1792,9	1794,7	1,8
1982	1226,9	1370,1	143,2
1983	409,2	861,2	452,0
1984	377,8	1123,4	745,6
1985	222,4	803,6	581,3
1986	-203,6	2,0	205,8

FONTE: Boletim do Banco Central

Concluindo, pode-se afirmar que a atratividade exercida pela possibilidade de conversão da dívida após as dificuldades crescentes manifestadas pelo Brasil em atender seus compromissos externos, fez com que este tipo de mecanismo aparecesse como um desestimulador parcial dos investimentos tradicionais. A queda observada nestes é

(12) SERRA (1987), p. 5.

contudo, extremamente forte, mesmo desconsiderando-se a conversão, o que exige como elementos explicativos os demais fatores anteriormente apresentados tanto a nível externo quanto interno.

3.4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os reflexos das mudanças no cenário macroeconômico mundial na década de 80 sobre os fluxos de investimento direto para o Brasil se manifestaram em dois movimentos. O primeiro está ligado à modificação nas tendências desses fluxos a nível global, onde os Estados Unidos passam a exercer uma crescente atratividade em termos de local de destino, catalisando os investimentos que, de outro modo, seriam realizados em outros locais. O segundo, que nos interessa mais de perto pelo fato de a preocupação central ser com o comportamento das empresas americanas, está associado à necessidade encontrada pelos Estados Unidos, face aos seus volumosos déficits no balanço de pagamentos, de reduzir a saída de capitais e de efetuar a repatriação de uma parte de seu capital localizado no exterior.

Paralelamente a estas transformações a nível internacional, a evolução da economia brasileira não atuou de forma positiva. Ao contrário, revelou-se um elemento adicional que junto ao quadro negativo resultante das transformações por que passam as economias centrais, levou a

um desinteresse pelo país. É dessa forma, que a redução das taxas de crescimento e a falta de perspectiva de uma retomada sustentada das mesmas e as incertezas criadas pela crise cambial vieram reduzir, ainda mais, as possibilidades de atração de fluxos de capital de risco para o país.

capítulo 4- REORIENTAÇÃO DOS FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAL : UMA ANÁLISE EMPÍRICA

4.1. INTRODUÇÃO

Até aqui procurou-se determinar os elementos mais imediatos que pudessem explicar a redução do investimento direto no Brasil na década de 80. Deu-se destaque especial às mudanças sofridas pela economia americana, que passa a apresentar vultosos déficits orçamentários e de balanço de pagamentos e ao próprio comportamento da economia brasileira, cuja trajetória de crescimento torna-se extremamente baixa, apresentando ainda uma vulnerabilidade externa crescente.

O que se pretende neste último capítulo é discutir o problema numa visão de prazo mais longo, tentando-se mostrar que um movimento de reorientação do capital produtivo a nível internacional está atuando de forma a redefinir as regiões de destino dos investimentos, com consequências importantes sobre a economia brasileira.

Para tanto será desenvolvido um modelo a partir de dados de investimento direto realizado pelos Estados Unidos no resto do mundo. Esta opção resulta de três fatores. O primeiro é a importância histórica deste país enquanto um dos principais exportadores de capital, a despeito dos

crescentes fluxos de investimento que passa a receber nos últimos anos e da mudança em sua posição líquida daí resultante. O segundo advém do fato de que os Estados Unidos foram um dos países cujo interesse pela realização de investimentos na economia brasileira mais declinou (tabela 1.10, capítulo 1). O terceiro, de ordem mais prática, decorre da publicação por parte deste país de estatísticas anuais sobre o destino dos investimentos que realiza no exterior desagregadas por região.

Será utilizado um modelo de "portfolio" onde a decisão de distribuir a riqueza total a nível internacional é condicionada pela consideração parcial dos ativos disponíveis à escolha do investidor, tanto internamente quanto externamente.

De fato, supõe-se que a alternativa apresentada às empresas americanas é realizar um investimento nos Estados Unidos ou em qualquer outro país, limitando-se a decisão não ao tipo de ativo mas ao país de destino. Em outras palavras, a diversificação do "portfólio" não se dá em termos de forma de manutenção da riqueza mas de distribuição geográfica da mesma, dada a opção pela realização de investimento.

Dessa forma, ao decidir entre realizar um investimento no próprio país ou um investimento em diferentes países no exterior as empresas levam em conta o retorno e o risco

relativo das diversas possibilidades de localização. Consideram-se, portanto, como tomadas as decisões de investimento e financiamento deste, restando tomar uma decisão alocativa que é independente das anteriores. A empresa fará sua escolha geográfica de maneira a maximizar o seu retorno esperado e minimizar seu risco.

Não se pretende explicar toda a riqueza do processo de investimento direto com tal modelo. Mas também é certo que o mesmo contribui para analisar a realocação regional dos fluxos de capital, uma vez tomada a decisão de realizar tal investimento. Assim, ao centrar-se em somente dois parâmetros e tratar o investimento como uma decisão onde se leva em conta oportunidades alternativas, parece mais adequado ao objetivo aqui proposto.

4.2. A DELIMITAÇÃO DO "PORTFOLIO"

O "portfolio" será constituído por 5 países ou grupos de países: Canadá, Mercado Comum Europeu, Japão, Repúblicas Latino-Americanas e Sudeste Asiático.

No Mercado Comum Europeu foram incluídos desde o início do período todos os países que o compõe atualmente. Isto para que não houvessem distorções, principalmente quando da entrada da Inglaterra no MCE em 1973 que, por ser o país do resto da Europa que detinha a maior parcela

individual de estoque de capital americano, aumentou substancialmente a participação deste grupo. Tal procedimento foi possível pelo fato da Inglaterra ter tido sempre uma participação de cerca de 10% do total do estoque de capital americano no exterior, mesmo depois de sua entrada no MCE, o que parece indicar que sua nova condição não provocou mudanças na sua atratividade⁽¹⁾. O mesmo ocorreu com os outros países que passaram a fazer parte do MCE posteriormente, além desses serem proporcionalmente insignificantes em termos individuais no que diz respeito à manutenção de estoque de capital americano.

A África e a Oceania, embora constituam também possibilidades efetivas de escolha por parte dos investidores americanos, não serão levadas em consideração pelo fato de que representam uma parcela pouco expressiva do estoque de capital americano existente no exterior. De 1965 a 1986 a África detinha em média 3,4% do estoque de capital americano espalhado pelo mundo, enquanto a Oceania representava cerca de 4,3%. No mesmo período o Canadá detinha em média 24,9% do estoque de capital americano no exterior, o Mercado Comum Europeu 30,1%, o Japão 2,6%, a América Latina 17,3% e o Sudeste Asiático 4,3%.

(1) Esta constatação oferece certa sustentação aos trabalhos que mostram que a criação do Mercado Comum Europeu não estimulou de forma apreciável a entrada de fluxos de investimento direto nos países membros.

Outro motivo que levou à desconsideração dessas duas regiões foi a proporção quase constante de estoque de capital que receberam ao longo de todo o período, o que já não é verdadeiro para as demais regiões. O Canadá em 1965 detinha 30,86% do estoque de capital americano no exterior, passando em 1986 a deter somente 19,3%. O mesmo acontece com a América Latina que tem sua participação diminuída de 21,97% para 13,4%.. Já o Mercado Comum Europeu, o Japão e o Sudeste Asiático aumentam suas participações no estoque total de capital, passando de 24,13% para 37%, de 1,37% para 4,36% e 2,75% para 6,16% respectivamente. Assim, embora o Japão e Sudeste Asiático tenham participações não muito significativas, essas demonstraram-se crescentes ao longo do tempo. Além do mais, representam regiões extremamente importantes na nova ordem econômica internacional que parece se desenhar nos anos 80.

Os dados da tabela 4.1 sugerem, desse modo, que houve uma realocação na distribuição do estoque de capital americano entre os vários mercados externos, o que será analisado com base nas estimativas a serem realizadas no final do capítulo.

TABELA 4.1

PARTICIPAÇÃO DE CADA PAÍS OU REGIÃO NO ESTOQUE TOTAL DE
CAPITAL AMERICANO NO EXTERIOR - 1965/1986

(em percentagem)

ANOS	CANADÁ	MCE	JAPÃO	ALAT	SUDASI
1965	30,86	24,13	1,37	21,97	2,75
1966	31,07	25,36	1,38	20,92	2,69
1967	30,42	25,74	1,46	20,25	2,81
1968	30,06	25,38	1,62	20,16	2,88
1969	29,75	25,85	1,75	19,49	3,06
1970	29,15	26,69	1,90	18,88	3,14
1971	27,96	27,55	2,11	18,32	3,52
1972	27,42	28,22	2,36	17,70	3,62
1973	24,64	30,77	2,58	15,90	3,68
1974	23,91	31,01	2,79	16,40	3,80
1975	24,99	32,82	2,69	17,79	4,63
1976	24,88	33,14	2,78	17,55	4,33
1977	23,49	33,44	2,76	18,76	4,15
1978	22,09	34,11	2,96	19,46	4,03
1979	21,55	36,72	3,32	18,77	3,98
1980	20,86	37,27	2,90	18,04	3,95
1981	19,94	37,03	2,98	17,17	4,90
1982	22,23	35,78	3,08	13,56	5,84
1983	21,40	35,09	3,70	11,65	6,29
1984	21,99	33,84	3,72	11,84	7,10
1985	19,96	36,48	3,91	12,67	6,39
1986	19,30	37,00	4,36	13,40	6,16

FONTE: Elaborado a partir dos dados do Survey of Current
Business - vários números

É importante ressaltar que, ainda que nem todos os locais de destino potenciais estejam incluídos no "portfolio", os países escolhidos são responsáveis por quase 80% do estoque de capital americano no exterior de 1965 a 1986, o que é bastante representativo em termos de onde se concentra a decisão de escolha por parte dos Estados Unidos.

Daqui para frente, esses países ou grupos de países comporão o que chamaremos "portfolio" relevante, ou seja, aquele que contém os países de maior interesse para o investidor americano.

4.3. O MODELO PROPOSTO

O modelo a ser testado é um modelo de estoque que tem como base o desenvolvido por Prachowny (1972).

Este autor, ao estimar o estoque ótimo de ativos de investimento direto no exterior possuído pelos americanos, considera como possibilidade alternativa ao investimento nos Estados Unidos o investimento em qualquer outro país. Aqui se procura desagregar os lugares de destino, definidos anteriormente como Canadá, Mercado Comum Europeu, Japão, América Latina e Sudeste Asiático.

Na medida em que foram obtidos somente dados anuais para o período 1962-1986 e o número de variáveis explicativas é muito grande (o "portfolio" relevante consiste de 5 países ou grupo de países além dos Estados Unidos, país de origem dos investimentos), totalizando 10 variáveis, 5 relativas aos retornos e 5 aos riscos de cada região, fez-se necessário agregar os dados em grupos ainda

maiores. A equação mais completa a ser estimada seria dada por:

$$\begin{aligned} \frac{EK_{i,t}}{W_t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \frac{R_{CAN}^*}{R_{EUA}^*} + \alpha_2 \frac{R_{MCE}^*}{R_{EUA}^*} + \alpha_3 \frac{R_{JAP}^*}{R_{EUA}^*} + \alpha_4 \frac{R_{ALAT}^*}{R_{EUA}^*} \\ & + \alpha_5 \frac{R_{SUDASI}^*}{R_{EUA}^*} + \alpha_6 \frac{\sigma_{CAN}^*}{\sigma_{EUA}^*} + \alpha_7 \frac{\sigma_{MCE}^*}{\sigma_{EUA}^*} + \alpha_8 \frac{\sigma_{JAP}^*}{\sigma_{EUA}^*} + \alpha_9 \frac{\sigma_{ALAT}^*}{\sigma_{EUA}^*} \\ & + \alpha_{10} \frac{\sigma_{SUDASI}^*}{\sigma_{EUA}^*} \end{aligned}$$

onde:

$\frac{EK_{i,t}}{W_t}$ = parcela da riqueza das firmas americanas mantida sob a forma de capital investido no país ou região i no ano t.

$\frac{R_{i,t}^*}{R_{EUA,t}^*}$ = relação entre a taxa de retorno esperada do investimento americano realizado no país i no ano t e a taxa de retorno esperada do investimento realizado nos Estados Unidos no mesmo ano. Os Estados Unidos por serem o país de origem do capital são utilizados como base. Isto porque o investidor americano ao decidir investir no exterior está preocupado com a taxa de retorno que pode obter externamente comparada com aquela que pode obter nos Estados Unidos.

$\frac{\sigma_{i,t}^*}{\sigma_{EUA,t}^*}$ = relação entre o risco esperado do investimento americano nos demais países e o risco esperado do investimento nos Estados Unidos. Neste caso, tomam-se também os riscos relativos porque o investidor está preocupado com o risco que vai correr se investir no exterior em relação àquele presente no seu próprio país.

Dessa equação partiu-se para a definição de uma outra mais agregada, onde os países desenvolvidos aparecem como grupo (DES), cujo retorno e risco correspondem à média ponderada dos retornos e riscos do Canadá, Mercado Comum Europeu e Japão, sendo a ponderação dada pela proporção do estoque total de capital americano mantida em cada um desses países individualmente.

A opção pela formação de um grupo de países desenvolvidos e não de um grupo de países em desenvolvimento resulta do fato de que os primeiros são mais homogêneos, tanto em termos dos fatores que afetam o retorno quanto, o que é mais fundamental, àqueles ligados ao risco.

Ao contrário dos demais trabalhos presentes na literatura, onde trabalha-se nas estimativas empíricas com os

valores observados dos retornos e riscos, aqui procura-se utilizar um modelo de defasagens distribuídas, ou mais especificamente, uma formulação de Nerlove com transformação de Koyck para descrever a maneira pela qual as expectativas são formadas.

Postula-se que a parcela da riqueza das firmas americanas no momento t a ser mantida sob a forma de capital investido em cada grupo de países i que compõe o "portfolio" no ano t , depende linearmente tanto da relação entre a taxa de retorno esperada do investimento realizado na região i e a taxa de retorno esperada nos Estados Unidos (país de origem) quanto da relação entre o risco esperado em cada região e o risco esperado nos Estados Unidos neste ano e um termo aleatório como especificado anteriormente:

$$\begin{aligned} \frac{EK_{i,t}}{W_t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \frac{R_{DES}^*}{R_{EUA}^*} + \alpha_2 \frac{R_{ALAT}^*}{R_{EUA}^*} + \alpha_3 \frac{R_{SUDASI}^*}{R_{EUA}^*} \\ & + \alpha_4 \frac{\sigma_{DES}^*}{\sigma_{EUA}^*} + \alpha_5 \frac{\sigma_{ALAT}^*}{\sigma_{EUA}^*} + \alpha_6 \frac{\sigma_{SUDASI}^*}{\sigma_{EUA}^*} \end{aligned} \quad (1)$$

Para facilitar o desenvolvimento do modelo, a relação entre a taxa de retorno em cada uma das regiões e a taxa de retorno nos Estados Unidos será denominada por um número, o mesmo valendo para o risco. O número 1 está associado a estas relações para os países desenvolvidos, o número 2 para a América Latina e o número 3 para o Sudeste Asiático,

passando a variável independente a ser denominada $y_{i,t}$.
Desse modo, a equação (1) pode ser reescrita como:

$$y_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{1,t}^* + \alpha_2 R_{2,t}^* + \alpha_3 R_{3,t}^* + \alpha_4 \sigma_{1,t}^* + \alpha_5 \sigma_{2,t}^* + \alpha_6 \sigma_{3,t}^* + u_t \quad (1.1)$$

Como hipótese de ajustamento tem-se que os investidores ajustam suas expectativas de retornos e riscos ano a ano, proporcionalmente aos erros de previsão efetivamente observados no ano anterior.

$$\begin{aligned} R_{i,t}^* - R_{i,t-1}^* &= \gamma (R_{i,t-1} - R_{i,t-1}^*) \\ \sigma_{i,t}^* - \sigma_{i,t-1}^* &= \gamma (\sigma_{i,t-1} - \sigma_{i,t-1}^*) \end{aligned} \quad (2)$$

onde:

i = cada uma das regiões - países desenvolvidos (DES),
América Latina (ALAT) e Sudeste Asiático (SUDASI).

$$0 < \gamma < 1$$

Reescrevendo (2) tem-se:

$$R_{i,t}^* = \gamma R_{i,t-1} + (1-\gamma) R_{i,t-1}^*$$

$$\sigma_{i,t}^* = \gamma \sigma_{i,t-1} + (1-\gamma) \sigma_{i,t-1}^*$$

$R_{i,t}^*$ e $\sigma_{i,t}^*$ são médias ponderadas de $R_{i,t-1}$ e $R_{i,t-1}^*$ e $\sigma_{i,t-1}$ e $\sigma_{i,t-1}^*$ respectivamente com pesos γ e $(1-\gamma)$

Substituindo $R_{i,t}^*$ e $\sigma_{i,t}^*$ em (1.1) por estas médias ponderadas e eliminando-se $R_{i,t-1}^*$, $R_{i,t-2}^*$, e $\sigma_{i,t-1}^*$, $\sigma_{i,t-2}^*$, ... sucessivamente, obtém-se a expressão (3).

$$\begin{aligned}
 y_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 [\gamma R_{1,t-1} + \gamma(1-\gamma) R_{1,t-2} + \dots + \gamma(1-\gamma)^{n-1} R_{1,t-n} + \dots] \\
 & + \alpha_2 [\gamma R_{2,t-1} + \gamma(1-\gamma) R_{2,t-2} + \dots + \gamma(1-\gamma)^{n-1} R_{2,t-n} + \dots] \\
 & + \alpha_3 [\gamma R_{3,t-1} + \gamma(1-\gamma) R_{3,t-2} + \dots + \gamma(1-\gamma)^{n-1} R_{3,t-n} + \dots] \\
 (3) \quad & + \alpha_4 [\gamma \sigma_{1,t-1} + \gamma(1-\gamma) \sigma_{1,t-2} + \dots + \gamma(1-\gamma)^{n-1} \sigma_{1,t-n} + \dots] \\
 & + \alpha_5 [\gamma \sigma_{2,t-1} + \gamma(1-\gamma) \sigma_{2,t-2} + \dots + \gamma(1-\gamma)^{n-1} \sigma_{2,t-n} + \dots] \\
 & + \alpha_6 [\gamma \sigma_{3,t-1} + \gamma(1-\gamma) \sigma_{3,t-2} + \dots + \gamma(1-\gamma)^{n-1} \sigma_{3,t-n} + \dots] + u_t
 \end{aligned}$$

Aplicando-se a transformação de Koyck⁽²⁾ tem-se toda a expressão anterior defasada de 1 período e multiplicada por

$$(1 - \gamma).$$

$$\begin{aligned}
 (1-\gamma)y_{i,t-1} = & (1-\gamma)\alpha_0 + (1-\gamma)\alpha_1 [\gamma R_{1,t-2} + (1-\gamma)R_{1,t-3} + \\
 (4) \quad & + (1-\gamma)^{n-2} R_{1,t-n-1}] + \dots + (1-\gamma)u_{t-1}
 \end{aligned}$$

Subtraindo (4) de (3) tem-se:

(2) Esta é efetuada a fim de evitar o problema de multicolinearidade decorrente da presença de variáveis explicativas assumindo valores sucessivos.

$$y_{i,t} - (1-\gamma)y_{i,t-1} = \alpha_0\gamma + \alpha_1\gamma R_{1,t-1} + \alpha_2\gamma R_{2,t-1} + \alpha_3\gamma R_{3,t-1} + \alpha_4\gamma\sigma_{1,t-1} + \alpha_5\gamma\sigma_{2,t-1} + \alpha_6\gamma\sigma_{3,t-1} + [u_t - (1-\gamma)u_{t-1}] \quad (5)$$

$$y_{i,t} = \alpha_0\gamma + \alpha_1\gamma R_{1,t-1} + \alpha_2\gamma R_{2,t-1} + \alpha_3\gamma R_{3,t-1} + \alpha_4\gamma\sigma_{1,t-1} + \alpha_5\gamma\sigma_{2,t-1} + \alpha_6\gamma\sigma_{3,t-1} + (1-\gamma)y_{i,t-1} + [u_t - (1-\gamma)u_{t-1}] \quad (5.1)$$

Para estimar a demanda de ativos de investimento direto pelos Estados Unidos foi utilizada uma equação deste tipo para cada uma das regiões, resultando no seguinte conjunto:

equação 1:

$$\frac{EK_{EUA, DES}}{W_{EUA}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{R_{DES, t-1}}{R_{EUA, t-1}} + \beta_2 \frac{R_{ALAT, t-1}}{R_{EUA, t-1}} + \beta_3$$

$$\frac{R_{SUDASI, t-1}}{R_{EUA, t-1}} + \beta_4 \frac{\sigma_{DES, t-1}}{\sigma_{EUA, t-1}} + \beta_5 \frac{\sigma_{ALAT, t-1}}{\sigma_{EUA, t-1}} + \beta_6$$

$$\frac{\sigma_{SUDASI, t-1}}{\sigma_{EUA, t-1}} + \beta_7 DEF_1 + \beta_8 DUM VRP + \epsilon_t$$

equação 2:

$$\frac{EK_{EUA, ALAT}}{W_{EUA}} = \beta'_0 + \beta'_1 \frac{R_{DES, t-1}}{R_{EUA, t-1}} + \beta'_2 \frac{R_{ALAT, t-1}}{R_{EUA, t-1}} + \beta'_3$$

$$\frac{R_{SUDASI, t-1}}{R_{EUA, t-1}} + \beta'_4 \frac{\sigma_{DES, t-1}}{\sigma_{EUA, t-1}} + \beta'_5 \frac{\sigma_{ALAT, t-1}}{\sigma_{EUA, t-1}} + \beta'_6$$

$$\frac{\sigma_{SUDASI, t-1}}{\sigma_{EUA, t-1}} + \beta'_7 DEF_2 + \beta'_8 DUM VRP + \epsilon_t$$

equação 3:

$$\frac{EK_{EUA, SUDASI}}{W_{EUA}} = \beta_0'' + \beta_1 \frac{R_{DES, t-1}}{R_{EUA, t-1}} + \beta_2 \frac{R_{ALAT, t-1}}{R_{EUA, t-1}} + \beta_3$$

$$\frac{R_{SUDASI, t-1}}{R_{EUA, t-1}} + \beta_4 \frac{\sigma_{DES, t-1}}{\sigma_{EUA, t-1}} + \beta_5 \frac{\sigma_{ALAT, t-1}}{\sigma_{EUA, t-1}} + \beta_6$$

$$\frac{\sigma_{SUDASI, t-1}}{\sigma_{EUA, t-1}} + \beta_7 DEF_3 + \beta_8 DUM VRP + \xi_t$$

Além das variáveis de retorno e risco anteriormente especificadas foi incluída, ainda, uma variável "dummy" (DUMVRP) que procura captar os efeitos do programa de restrição à saída de capitais dos Estados Unidos ("voluntary restraint program") sobre a decisão de investimento das empresas multinacionais americanas. É igual a 1 de 1965 a 1973, período de vigência do programa e zero para os demais anos.

As variáveis DEF_1 , DEF_2 e DEF_3 correspondem à proporção da riqueza americana mantida sob a forma de capital nos países desenvolvidos, na América Latina e no Sudeste Asiático respectivamente, com defasagem de um período, ou seja, equivalem à variável dependente defasada.

Este esquema permite definir para cada um dos países em questão a que demais países ele está respondendo em termos

de retorno e/ou risco. Isso possibilita a identificação das regiões concorrentes entre si pelo capital externo, cabendo a partir dessa definição tentar detectar quais características regionais específicas estão sendo decisivas e resumidas pelos parâmetros retorno e risco.

Os sinais esperados dos coeficientes são apresentados na tabela abaixo:

SINAIS ESPERADOS DOS COEFICIENTES

EQUAÇÃO	COEFICIENTE				DAS		VARIÁVEIS	
	1	2	3	4	5	6	7	8
1	+	-	-	-	+	+	+	-
2	-	+	-	+	-	+	+	-
3	-	-	+	+	+	-	+	-

Quando se trata de analisar a região i, um aumento da relação entre a taxa de retorno desta região e a taxa de retorno nos Estados Unidos deve incentivar a manutenção de uma proporção maior da riqueza americana sob a forma de estoque de capital neste país, ocorrendo o contrário se há um aumento nesta relação para as regiões concorrentes.

Por outro lado, um aumento no risco da região i em relação ao risco dos Estados Unidos deve desestimular a alocação de riqueza americana para esta região, estimulando o interesse pelas demais regiões e vice-versa.

A análise da "dummy" para o programa de restrição à exportação de capitais americanos é a mesma para todas as regiões, uma vez que tal dispositivo tinha como objetivo reduzir de forma generalizada as saídas de capitais de longo prazo para o exterior.

4.4. DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Nesta seção procura-se definir as variáveis que serão utilizadas para a estimação do modelo. Os dados originais que servirão de base para as regressões estão disponíveis em anexo.

4.4.1. ESTOQUE DE CAPITAL AMERICANO NO EXTERIOR (EK)

O estoque de capital americano no exterior foi obtido do Survey of Current Business que publica anualmente o valor dos investimentos diretos realizados pelos Estados Unidos de acordo com o registro de balanço das empresas no final do ano ("book value"). Os dados aparecem para países a níveis bastante desagregados, o mesmo acontecendo para os

diferentes ramos da indústria nas estatísticas mais recentes.

Esta fonte inclui nos fluxos de recursos externos canalizados pelas empresas estrangeiras não apenas o "equity capital" mas também os empréstimos entre matriz e subsidiária. O mesmo não ocorre com o Banco Central do Brasil que só registra o investimento direto sob a forma de "equity capital", com o que seus dados assumem valores inferiores aos do Departamento de Comércio dos Estados Unidos. Na realidade, os empréstimos entre matriz e subsidiária diferem apenas formalmente da entrada de capital de risco uma vez que ambos representam transferências de recursos dentro da empresa multinacional. A observação é feita somente para indicar em que consistem os dados de cada uma das publicações e em que extensão eles diferem.

4.4.2. RIQUEZA (W)

Para medir a riqueza líquida das empresas americanas foi utilizada como "proxy" o valor do seu patrimônio líquido obtido do Economic Report of the President.

4.4.3 TAXAS DE RETORNO (R)

Para a taxa de rendimento no país de origem, ou seja, nos Estados Unidos será utilizada a relação entre os lucros

das corporações americanas depois de deduzidos os impostos e o estoque de capital nos Estados Unidos no ano anterior. Estes dados foram obtidos do Economic Report of the President.

No que se refere ao retorno do investimento direto no exterior quatro medidas alternativas publicadas pelo Survey of Current Business poderiam ser utilizadas:

a) participação americana nos lucros das filiais estrangeiras: medida convencional de retorno do ponto de vista das filiais, representando a soma dos lucros das filiais e dos lucros das subsidiárias incorporadas. Estes últimos correspondem aos dividendos das subsidiárias incorporadas mais os impostos sobre os dividendos e os lucros reinvestidos, sendo os juros e "royalties" excluídos por representarem custos para as filiais.

b) lucros ajustados: correspondem ao retorno realizado pelo investidor direto. Seriam iguais aos lucros das filiais estrangeiras mais os juros menos os impostos sobre dividendos pagos aos governos estrangeiros. Os juros pagos pelas filiais são incluídos porque os empréstimos fazem parte do valor do investimento direto. Os impostos externos pagos sobre os dividendos são subtraídos porque representam uma despesa, reduzindo o retorno dos investidores. Por fim,

os "royalties" são excluídos por não serem um componente convencional do retorno de capital.

c) lucros amplos: corresponde à medida mais completa dos benefícios recebidos pelo investidor. São obtidos adicionando-se aos lucros ajustados os "royalties", que representariam a remuneração de parte dos custos de pesquisa e desenvolvimento e dos custos administrativos incorridos pelas matrizes americanas.

d) renda do Balanço de Pagamentos: representa o retorno do ponto de vista dos Estados Unidos como registrado pelo seu Balanço de Pagamentos. É igual aos lucros amplos menos os lucros reinvestidos, que são excluídos por não serem registrados como receita no Balanço de Pagamentos. Estes, de fato, são tratados como operação meramente contábil: uma parcela dos lucros da subsidiária é convertida na moeda do país de origem e "remetida" ao exterior e simultaneamente estes recursos "entram" no país, aumentando o estoque de capital mas não resultando em nenhuma alteração do Balanço de Pagamentos.

O fato de não incluir os lucros reinvestidos faz com que esta medida apresente valores inferiores aos daquelas que levam esta magnitude em consideração nos períodos em que é rápido o crescimento no exterior. Na realidade, os lucros reinvestidos também são afetados pela rentabilidade das

atividades realizadas no exterior, aumentando nos períodos de prosperidade nos países receptores e caindo nos períodos recessivos.

A opção foi feita levando em conta a disponibilidade dos dados. O ideal seria utilizar o conceito de lucros amplos, na medida em que estes refletem a remuneração total recebida pelo investidor estrangeiro. Embora esses dados não se encontrassem prontamente disponíveis, foi possível chegar a eles através da soma da renda do Balanço de Pagamentos aos lucros reinvestidos, para os quais haviam estatísticas registradas para todo o período de análise considerado.

A taxa de retorno de cada país foi obtida pela relação entre o retorno do ponto de vista do investidor americano depois dos impostos externos e o estoque de capital americano aí localizado no ano anterior.

4.4.4. RISCO (σ)

Como medida de risco será utilizada a fórmula convencional dada pela dispersão do retorno do investimento direto em torno do retorno médio, ou seja, a variância ou o desvio-padrão. No nosso caso particular, o risco corresponde ao desvio-padrão tomado em relação à média dos três anos

anteriores, ou seja, o risco é igual a $(1/2 \sum_{t=1}^T (R_{t-n} - \bar{R})^2)^{1/2}$ para cada uma das regiões que compõem o "portfolio".

De fato, o risco quando da realização de um investimento direto no exterior poderia ser desmembrado em três tipos diversos: o risco do negócio, o risco do país e o risco de câmbio⁽³⁾.

O risco do negócio está presente independentemente do local onde se deseja investir e inclui todos os riscos presentes ao se operar uma firma ou projeto como, por exemplo, variabilidade dos custos, volumes de vendas, preço, competição de outros produtos, obsolescência técnica, greves, rupturas na oferta, etc.

O risco do país é, por sua vez, específico a cada região geográfica e se refere ao risco político de expropriação dos ativos pelo governo, repudição dos débitos contraídos, imposição de controles sobre a remessa de lucros, possibilidade de desastres naturais e guerras e os consequentes problemas econômicos, dificuldades no Balanço de Pagamentos, etc.

Finalmente, os riscos de câmbio decorrem da perda resultante, quando se detém um ativo externo, da desvalorização da moeda do país hospedeiro com relação a

(3) Distinção feita por KITCHEN (1986), p. 4 a 8.

moeda do investidor. Este tipo de risco deveria ser levado em conta através da incorporação de expectativas com relação às taxas futuras de câmbio, mas devido às dificuldades encontradas para tanto o que geralmente se faz é considerá-lo a partir de sua influência sobre as taxas de retorno.

Seria desejável tentar separar as diferentes categorias de risco e obter algum tipo de medida para cada uma delas individualmente. Diante das dificuldades para tal procedimento, resultante do tamanho do "portfolio" e das poucas observações disponíveis, a análise se limitará à simples distinção conceitual feita anteriormente.

4.5. RESTRIÇÃO AO MOVIMENTO DE CAPITAIS:

Talvez a principal dificuldade nas aplicações empíricas dos modelos de "portfolio" seja, como se indicou anteriormente, a de incorporar as restrições aos movimentos de capital.

Aqui estas dificuldades aparecem ampliadas uma vez que se trabalha com investimentos em ativos reais cuja mudança realocativa se dá naturalmente a uma velocidade menor e uma vez que devem ser levadas em conta as restrições presentes em todos os países ou grupos de países considerados⁽⁴⁾.

(4) Para aqueles interessados numa descrição sucinta das restrições ao investimento direto em vigor em 1983 em 25 dos principais países em desenvolvimento tomadores de empréstimo ver IMF (1986).

No que se refere a este último aspecto, ainda que os países receptores adotem em diferentes graus regulamentações sobre o investimento direto, observa-se uma tendência geral de maior flexibilidade e liberalização com relação ao capital estrangeiro a partir de fins da década de 70.

De fato, a maioria dos países restringe os investimentos externos nos setores considerados politicamente mais estratégicos como serviços de utilidade pública, bancos, indústria petrolífera, alguns limitando ainda a intensidade da participação estrangeira. No entanto, genericamente, o capital estrangeiro é livre para investir em qualquer atividade legal nos diversos países.

Quanto às regulamentações sobre a remessa de juros e dividendos assim como sobre o pagamento de "royalties" relativos à transferência de tecnologia, embora alguns países estabeleçam alguns limites como parte de suas políticas permanentes com relação ao investimento estrangeiro, estes não seriam muito rígidos, possibilitando uma certa margem de manobra quanto à remessa de recursos ao exterior. Um exemplo disso é a legislação brasileira. Embora seja permitido às firmas estrangeiras remeter ao exterior somente 12% do seu capital registrado, esse teto pode ser superado se as empresas estão dispostas a arcar com o

pagamento de impostos crescentes quando da remessa de somas superiores ao limite estabelecido.

Com essas observações se quer ressaltar que, apesar da existência de restrições, existe em extensão bastante razoável a possibilidade de uma realocação sempre que desejada dos estoques de capital entre os países.

No que se refere ao país de origem, os Estados Unidos apresentam atualmente, assim como os demais países industriais, poucas restrições discriminatórias no que diz respeito às saídas de capital de risco. Como se destacou anteriormente, esteve em vigor nos Estados Unidos um programa de investimento direto ("voluntary restraint program") que tinha como objetivo reduzir as pressões exercidas sobre o balanço de pagamentos americano pelos fluxos de capital dirigidos ao exterior, estabelecendo controles quantitativos ligados ao financiamento das subsidiárias estrangeiras pelas matrizes americanas. O programa variou em termos de intensidade e caráter de aplicação, sendo voluntário de 1965 a 1968 tornando-se obrigatório a partir de então até 1973 quando é abandonado.

Como as dificuldades de estimar a magnitude desta restrição são grandes, esta será tratada através de uma variável "dummy" que tentará captar se o programa adotado

teve os efeitos esperados sobre os fluxos de investimento em direção ao exterior, como já definido anteriormente.

Na realidade, na fase atual dos estudos de "portfolios" internacionais, as dificuldades de incorporar na análise os efeitos das restrições, tanto das que incidem sobre o investimento quanto das que incidem sobre a remessa de lucros, são difíceis de serem superadas. Diante do problema de quantificação dos diversos controles relativos às diferentes regiões, assume-se que de forma geral eles não são muito rígidos, existindo certa liberdade de alocação entre as diversas alternativas apresentadas ao investidor.

4.6. RESULTADOS DO MODELO

Os resultados das estimações realizadas serão apresentados no quadro 1 a seguir, ressaltando-se o valor dos coeficientes, o teste t para a significância dos coeficientes, o coeficiente de determinação R^2 e a estatística Durbin para auto-correlação dos resíduos.

Tem-se que os investidores americanos ao decidirem manter estoques de capital nos países desenvolvidos levam em conta somente a relação entre a taxa de retorno nesta região e a taxa de retorno nos Estados Unidos, que aparece significativa ao nível de 10%. As relações entre as taxas de retorno nas regiões concorrentes (América Latina e Sudeste

QUADRO 1
ESTIMATIVAS DAS EQUACOES PARA O ESTOQUE DE CAPITAL AMERICANO NO EXTERIOR - PAISES DESENVOLVIDOS, AMERICA LATINA E SUDESTE ASIATICO

EQUACOES	VARIÁVEL	RETORNOS			RISCOS			DEF	DUR VAR	R ²	H	a
		CONSTANTE	DES/EUA	ALAT/EUA	SUDASI/EUA	DES/EUA	ALAT/EUA	SUDASI/EUA				
1	Y	10,0574409 (2,266)	10,011523 (2,050) c	-0,0060540 (-0,517)	-0,0030623 (-1,360)	-0,0026436 (-0,875)	10,0012796 (0,768)	10,0013045 (1,247)	-0,0007530 (-1,382)	10,920	-0,296	21
2	Y	10,0476154 (5,965)	10,0047433 (-1,141)	10,0150965 (1,961) c	-0,0058186 (-2,355) b	-0,0027459 (-1,114)	-0,0044382 (-1,825) c	10,0016291 (1,890) c	-0,0038179 (-0,855)	10,803	0,116	21
3	Y	10,0029940 (2,034)	10,0002235 (2,091)	-0,006151 (-0,859)	10,0007744 (2,900) b	10,0001807 (0,711)	10,0002400 (2,088) c	-0,0001447 (-1,573)	-0,0011991 (-2,431) b	10,988	-1,417	21

Nota: Os numeros entre parenteses correspondem ao teste t, o R² e o coeficiente de determinacao, H e o teste Durbin para auto-correlacao dos residuos e o n e o numero de observacoes.
Y, Y e Y sao as parcelas da riqueza americana mantida sob a forma de capital investido nos paises desenvolvidos, na America Latina e no Sudeste Asiatico respectivamente.
1 2 3
a, b e c indicam que as variaveis sao significantes aos niveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Asiático) e a taxa de retorno nos Estados Unidos embora apresentassem os sinais esperados não se mostraram significantes.

Quanto às variáveis de risco, todas apresentaram os sinais esperados mas não se mostraram significantes.

A relação entre o estoque de capital americano nos países desenvolvidos e a riqueza americana com defasagem de um período mostrou-se significativa ao nível de 1%.

Finalmente, a "dummy" para o programa de restrição americano mostrou-se com o sinal esperado mas não significativa.

No que diz respeito à decisão com relação aos países da América Latina, observa-se que os investidores americanos não respondem neste caso à relação entre a taxa de retorno nos países desenvolvidos e a taxa de retorno nos Estados Unidos, que se mostra não significativa. Por outro lado, respondem tanto à relação entre a taxa de retorno na própria América Latina e nos Estados Unidos que apresenta o sinal positivo esperado e significância ao nível de 10% quanto à relação entre a taxa de retorno no Sudeste Asiático e nos Estados Unidos que também apresenta o sinal esperado e significância ao nível de 5%.

A variável de risco relativa aos países desenvolvidos não apresentou o sinal esperado nem se mostrou significativa. Já a relação entre o risco nos países latino-americanos e o risco nos Estados Unidos apresentou-se com o sinal esperado e significativa ao nível de 10%, o mesmo ocorrendo com a relação entre o risco no Sudeste Asiático e o risco nos Estados Unidos.

A relação entre o estoque de capital americano investido na América Latina e a riqueza americana com defasagem de um período mostrou-se com o sinal esperado e significativa a 10%.

A "dummy" para o programa de restrição à saída de capitais dos Estados Unidos apresentou-se com o sinal esperado mas não significativa.

A decisão com relação aos países asiáticos mostrou que os investidores americanos ao decidirem manter estoques de capital nesta região levam em conta somente a relação entre a taxa de retorno aí obtida e a taxa de retorno nos Estados Unidos que apresenta-se significativa ao nível de 5%. A relação entre a taxa de retorno na América Latina e a taxa de retorno nos Estados Unidos apresentou o sinal esperado embora não significativa.

A variável de risco relativa à América Latina apresentou-se com o sinal esperado e significativa ao nível de 10%. O mesmo não ocorre com a variável de risco relativa ao Sudeste Asiático que não se mostrou significativa, ainda que tenha apresentado o sinal esperado. Como se verá mais adiante, através das demais estimativas realizadas, o Sudeste Asiático não responde de forma absoluta ao que acontece na América Latina, embora existam indicações fortes de que as duas regiões disputem o capital americano. Isso provavelmente decorre do fato dos países asiáticos atraírem também capitais de outros países que não os latino-americanos e/ou do fato do componente de ajustamento de estoque ser maior para a América Latina do que para o Sudeste Asiático.

A relação entre o estoque de capital americano nos países asiáticos e a riqueza americana com defasagem de um período mostrou-se com sinal esperado e significativa ao nível de 1%.

A "dummy" para o programa americano de restrição à saída de capitais apresentou o sinal esperado e significância de 5%.

Essas três equações foram, ainda, estimadas na forma logarítmica. Para a equação 1, correspondente à decisão com relação aos países desenvolvidos, continuaram apresentando o

taxa de retorno nos países desenvolvidos e a taxa de retorno nos Estados Unidos e a relação entre o estoque de capital americano nos países desenvolvidos e a riqueza americana com defasagem de um período, com significância aos níveis de 5% e 1% respectivamente.

No que diz respeito à América Latina, há uma piora nos resultados. As relações entre a taxa de retorno nos países latino-americanos e a taxa de retorno nos Estados Unidos e a taxa de retorno nos países asiáticos e a taxa de retorno nos Estados Unidos deixam de ser significantes. Continuam apresentando os sinais esperados e significância, as variáveis de risco relativas aos países latino-americanos e asiáticos, ambas ao nível de 5%, e a variável defasada, ao nível de 10%.

Finalmente, quando se trata da tomada de decisão com relação aos países do Sudeste Asiático, ainda que a relação entre a taxa de retorno nos países deste grupo e a taxa de retorno nos Estados Unidos deixe de ser significativa, os riscos relativos à América Latina e ao Sudeste Asiático passam a ser significantes, ambos ao nível de 5%. Este resultado vai em alguma medida de encontro ao obtido na estimativa linear ligada à tomada de decisão com relação à América Latina, indicando sensibilidade das decisões relativas ao Sudeste Asiático ao que está acontecendo nos países latino-americanos, fortalecendo o argumento da

concorrência entre as duas regiões pelo capital americano. Mantêm o sinal esperado e a significância, a variável defasada e a "dummy" para o programa de restrição americano, aos níveis de 1% e 10% respectivamente.

O quadro com os resultados obtidos nas estimações logarítmicas das três equações encontra-se no apêndice (quadro 1).

Uma segunda rodada de estimativas foi feita a partir da inclusão de uma segunda variável "dummy" (DUMDIV), na tentativa de verificar se a crise da dívida vivida pelas economias latino-americanas resultou numa mudança qualitativa em termos de risco, afetando negativamente a decisão dos Estados Unidos de investirem nesta região. Esta assume valores unitários a partir de 1982 quando se dá a declaração de insolvência por parte do México.

Esta variável deve apresentar sinal negativo quando se trata de analisar a decisão de que parcela de estoque de capital os investidores americanos desejam manter na América Latina e sinal positivo quando as regiões sob análise são os países desenvolvidos e o Sudeste Asiático. As dificuldades encontradas pelos países endividados em administrar seus débitos externos e os problemas daí resultantes, devem ter afetado negativamente a decisão dos investidores americanos

de manter estoques de capital nesta região, incentivando o interesse pelas demais regiões.

Os resultados das estimações realizadas são apresentados no quadro 2.

A decisão por parte dos investidores americanos de manter estoques de capital nos países desenvolvidos responde somente à relação entre a taxa de retorno nesta região e a taxa de retorno nos Estados Unidos, sendo esta variável significativa ao nível de 1%. Parece, desse modo, que os países desenvolvidos não têm rival direto na disputa geográfica pelo investimento norte-americano, ou seja, as decisões no que se refere a esta região são tomadas a partir de suas condições específicas, sem qualquer relação com o que está acontecendo nas demais regiões.

No que diz respeito às variáveis de risco nenhuma delas se mostrou significativa, embora todas elas tenham mostrado o sinal esperado.

A relação entre o estoque de capital americano nos países desenvolvidos e a riqueza americana com defasagem de um período mostrou-se significativa ao nível de 5%. Isso indica uma tendência por parte dos investidores americanos de investirem nos países desenvolvidos, dadas as grandes magnitudes de capital ali já instaladas.

QUADRO 2
ESTIMATIVAS DAS EQUAÇÕES PARA O ESQUÊMA DE CAPITAL AMERICANO NO EXTERIOR - PAÍSES DESENVOLVIDOS, AMÉRICA LATINA E SUDESTE ASIÁTICO (Modelo "dummy"
para a crise da dívida externa)

EQUAÇÕES	VARIÁVEL	RETORNOS			RISCOS			DEF	DUR VAR ¹⁰	DUR DIV	R ²	H	n
		CONSTANTE	DES/EUA	ALAY/EUA	SUMASI/EUA	DES/EUA	ALAY/EUA	SUMASI/EUA					
1	Y	10,0956085 (3,636)	10,0158957 (3,123)a	10,0079841 (-0,810)	10,0012194 (0,387)	10,0025679 (-1,014)	10,0013806 (0,987)	10,0013283 (1,586)	10,0142722 (-2,476)b	10,0155011 (-2,464)	10,949	1-1,403	21
2	Y	10,0461505 (14,746)	10,0004269 (-0,250)	10,0088904 (2,706)b	10,0023099 (-2,104)b	10,0013572 (-1,386)	10,0010312 (-0,993)	10,0008133 (2,312)b	10,0034406 (-1,969)c	10,01517091 (-8,204)a	10,972	10,321	21
3	Y	10,0026955 (11,527)	10,0010789 (2,005)	10,0009068 (-1,028)	10,0007925 (2,521)b	10,002063 (0,705)	10,0001970 (1,255)	10,00013807 (-1,329)	10,0010348 (1,408)	10,002487 (-0,332)	10,986	1-1,19	21

Nota: Os números entre parênteses correspondem ao teste t, o R² e o coeficiente de determinação, R e o teste Durbin para auto-correlação dos resíduos e o n e o número de observações.

Y, Y e Y são as parcelas da riqueza americana mantida sob a forma de capital investido nos países desenvolvidos, na América Latina e no Sudeste Asiático respectivamente.

1 2 3

a, b e c indicam que as variáveis, são significantes aos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.

A variável "dummy" para a crise da dívida não se mostrou com o sinal esperado, o que não deve surpreender na medida em que a América Latina não aparece significativamente como local de concorrência dos investimentos realizados nos países desenvolvidos.

Por sua vez, a "dummy" para o programa de investimento direto americano se comportou de acordo com o esperado, revelando que a tentativa de reduzir a saída de capitais dos Estados Unidos através de uma imposição desestimuladora foi bem sucedida, sendo significativa ao nível de 5%.

No caso das decisões com relação aos países latino-americanos, estas estão ligadas basicamente ao que ocorre na própria América Latina e no Sudeste Asiático. Assim, a relação entre a taxa de retorno na América Latina e a taxa de retorno nos Estados Unidos apresentou o sinal esperado, sendo significativa ao nível de 5%. A relação entre a taxa de retorno no Sudeste Asiático e a taxa de retorno nos Estados Unidos também apresentou o comportamento esperado e significância ao nível de 5%, confirmando o Sudeste Asiático como um importante concorrente da América Latina na disputa pelo estoque de capital norte-americano. A relação entre a taxa de retorno nos países desenvolvidos e a taxa de retorno nos Estados Unidos não se mostrou significativa, ainda que tenha mostrado o sinal esperado. Isto leva a crer que os

investidores americanos ao decidirem alocar parte de sua riqueza para a América Latina não olham os países desenvolvidos como opção alternativa, resultado consistente com o obtido anteriormente.

Dessa forma, é possível concluir que a decisão com relação aos países desenvolvidos está ligada mais proximamente ao que ocorre em termos de retorno entre esta região e o país de origem dos investimentos (Estados Unidos) e em nenhuma outra mais. Analogamente, quando se trata da América Latina o que é mais relevante é o comportamento das variáveis de retorno relativas a esta região e o Sudeste Asiático. Isto não implica necessariamente que as decisões são tomadas levando em conta apenas parte do "portfolio" relevante. Significa, simplesmente, que de acordo com os resultados obtidos alguns países ou regiões respondem com mais intensidade ao que está acontecendo em uma ou outra região, consistindo esta na opção de mesmo grau quando da tomada de decisão, isto é, que a possibilidade de substituição entre mercados é maior em alguns casos que em outros.

A relação entre o risco na América Latina e o risco nos Estados Unidos mostrou-se com o sinal esperado, embora não seja significativa. Já a relação entre o risco no Sudeste Asiático e o risco nos Estados Unidos apresentou o sinal positivo esperado e significância ao nível de 5%.

A relação entre o estoque de capital americano investido na América Latina e a riqueza americana com defasagem de um período não se mostrou significativa.

A "dummy" para a crise da dívida se mostrou com o sinal esperado e significativa ao nível de 1%. Ela de fato parece captar parte do risco em que se incorre ao decidir investir na América Latina, ligado à possibilidade de restrições em relação aos investimentos estrangeiros em face de problemas externos mais gerais enfrentados pelo país (risco do país).

A "dummy" para o programa de restrição à saída de capitais dos Estados Unidos também se mostrou com o sinal esperado e significativa ao nível de 10%.

No que diz respeito à decisão com relação aos países asiáticos, tem-se que o investidor americano ao decidir investir no Sudeste Asiático está preocupado somente com a relação entre o retorno nesta região e o retorno nos Estados Unidos. Assim, ainda que a variável de retorno relativa aos países latino-americanos tenha apresentado o sinal esperado, indicando que quanto maior a relação entre a taxa de retorno na América Latina e a taxa de retorno nos Estados Unidos menor a disposição dos investidores americanos de manter ativos no Sudeste Asiático, esta não se apresentou significativa. Por outro lado, a observação de que quanto

maior a relação entre a taxa de retorno no Sudeste Asiático e a taxa de retorno nos Estados Unidos maior o desejo de manter ativos nesta região mostrou significância de 10%.

As variáveis de risco mais uma vez não se apresentaram significantes, embora tenham apresentado o sinal esperado tanto para a relação risco da América Latina/risco nos Estados Unidos quanto para a relação risco do Sudeste Asiático/risco nos Estados Unidos.

A relação entre o estoque de capital americano nos países asiáticos e a riqueza americana com defasagem de um período mostrou-se com o sinal esperado e significativo ao nível de 1%.

A DUMVRP mostrou-se com o sinal esperado mas não significativo.

Por fim, a "dummy" para a crise da dívida externa não se apresentou significativo nem com o sinal esperado. Isto surpreende à primeira vista, uma vez que a América Latina e o Sudeste Asiático aparecem como regiões concorrentes pelo capital americano. Esperava-se que as decisões com relação aos países asiáticos tivessem sido estimuladas face às dificuldades externas sofridas pelas economias latino-americanas.

Mais uma vez, esse conjunto de equações foi estimado na forma logarítmica, encontrando-se os resultados no apêndice (quadro 2).

No que diz respeito à decisão dos investidores americanos com relação aos países desenvolvidos, esta continua respondendo à relação entre a taxa de retorno neste grupo e a taxa de retorno nos Estados Unidos (significância de 5%), à relação entre o estoque de capital americano nestes países e a riqueza americana tomada defasada de um período (significância de 10%) e ao programa de restrição americano à saída de capitais (significância de 10%).

A tomada de decisão com relação à América Latina apresenta algumas mudanças. A relação entre a taxa de retorno dos países asiáticos e a taxa de retorno nos Estados Unidos deixa de ser significativa, embora continue mantendo o sinal esperado, ao passo que a relação entre o risco na América Latina e o risco nos Estados Unidos passa a ser significativa (5%). A DUMVRP também deixa de ser significativa e de apresentar o sinal esperado. Continuam mantendo o sinal esperado a relação entre a taxa de retorno na América Latina e a taxa de retorno nos Estados Unidos, a variável de risco relativa ao Sudeste Asiático e a "dummy" para a crise da dívida latino-americana, com significâncias de 10%, 1% e também 1% respectivamente.

Por fim, quando se trata de avaliar quais são as variáveis relevantes na decisão relativa aos países asiáticos, no teste com a forma logarítmica a relação entre a taxa de retorno nos países asiáticos e a taxa de retorno nos Estados Unidos continua significativa, agora ao nível de 10%. Por outro lado, as variáveis de risco relativas à América Latina e ao Sudeste Asiático passam a ser significantes ambas ao nível de 5%. A "dummy" para o programa de restrição à saída de capitais dos Estados Unidos também passa a ser significativa ao nível de 10%. A proporção da riqueza americana mantida sob a forma de estoque de capital no Sudeste Asiático continua significativa ao nível de 1%.

Uma vez que os países desenvolvidos responderam somente à variável de retorno nesta região, procurou-se verificar entre quais países se manifestava a concorrência dentro desse grupo. Os países desenvolvidos foram desmembrados em suas partes componentes - Canadá, Mercado Comum Europeu e Japão - e feita uma análise individual para cada um deles, com base num sistema de equações semelhante ao apresentado anteriormente.

Os resultados obtidos não foram positivos, o que pode ser explicado em parte pela alta correlação existente entre a taxa de retorno nos Estados Unidos e a taxa de retorno nos

4.7. INVESTIMENTO DIRETO: TENDÊNCIAS RECENTES DA DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA

A análise do modelo permite distinguir dois grandes blocos de disputa pelos investimentos diretos de origem norte-americana.

O primeiro corresponde ao grupo dos países desenvolvidos. Neste se observa uma crescente atratividade enquanto bloco (a participação no estoque total de capital americano passa de 56% em 1965 para 61% em 1986⁽⁵⁾) e uma ligeira realocação do capital entre seus países membros - Canadá, Mercado Comum Europeu e Japão. A decisão dos investidores americanos com relação aos países desenvolvidos conforme o modelo proposto respondeu somente às condições ali existentes, de forma que se pode considerar que as tomadas de decisão são efetuadas neste caso com certo grau de independência em relação ao que ocorre nas demais regiões possíveis de destino.

O segundo corresponde ao grupo dos países em desenvolvimento, onde se percebe uma permuta entre a América Latina e o Sudeste Asiático enquanto locais de destino do estoque de capital americano. Assim, ao passo que a primeira

(5) Os dados relativos à participação de cada país ou região no estoque total de capital americano no exterior citados ao longo desta seção foram retirados da tabela 4.1 apresentada no início deste capítulo.

região vê sua participação no estoque total de capital americano investido no exterior reduzida de 22% em 1965 para 13% em 1986, a segunda tem sua parcela aumentada de 3% para 6% no mesmo período⁽⁶⁾.

No que diz respeito ao movimento em direção aos países desenvolvidos serão tecidos apenas alguns comentários, uma vez que a preocupação maior é com a realocação dos fluxos de investimento entre os países do sul.

A principal mudança observada é o desinteresse ao longo do tempo pelo Canadá, local tradicional de investimento norte-americano, a favor do Mercado Comum Europeu e Japão.

O período que chama mais atenção é o que vai de 1981 a 1984, caracterizado pela queda da participação do MCE que passa de 37,03% para 33,84% , voltando a subir a partir de 1985. Este movimento é, em grande medida, resultante da queda da taxa de retorno do investimento americano nesta região que passa de 15,18% em 1981 para 4,73% em 1982 e

(6) Deve-se ressaltar que este movimento não é descrito apenas pelos investidores americanos. De forma genérica, a participação da América Latina no investimento direto nos países em desenvolvimento caiu de 58% em 1980 para 35% em 1983, em contraposição à Ásia que tem sua parcela aumentada de 39% em 1980 para 45% em 1983, segundo dados da OECD (1987), p. 30. Existem, assim, indicações de mudança no padrão geográfico de distribuição do investimento direto que marcou as décadas de 60 e 70, onde a América Latina se destacava enquanto local de destino entre os países em desenvolvimento (no período 1971-80, 55% do estoque de investimento nestes países se concentrava nesta região), em direção a um novo padrão em que os países asiáticos ganham importância crescente.

5,23% em 1983 quando se recupera (cálculos realizados a partir de dados do apêndice).

Por outro lado, esse período é marcado por uma forte valorização do dólar, que resultava numa redução do valor real dos ativos no exterior, tornando o investimento direto nos demais países em geral e no MCE em particular mais atraente aos olhos dos investidores americanos.

Dessa forma, pode-se dizer que a crescente valorização do dólar parece ter oferecido estímulo para que os investimentos diretos americanos aí realizados continuassem ocorrendo, evitando uma queda maior que poderia ter ocorrido dadas as baixas taxas de rentabilidade apresentadas nesta região.

O que parece mais interessante, entretanto, é a inflexão ocorrida de 1984 para 1985 quando volta a aumentar a participação do Mercado Comum no estoque total de capital americano no exterior.

Neste caso, embora a apreciação da moeda dos países receptores em relação ao dólar tenha agido de forma a inibir o investimento americano, existiriam ganhos cambiais "contábeis" que continuariam o estimulando. A desvalorização do dólar faria com que o valor da massa de lucros gerada na Europa em dólares aumentasse, com o conseqüente aumento do

valor dos lucros reinvestidos e até mesmo dos novos fluxos de investimento.

Deve-se observar que os ganhos cambiais descritos explicam apenas parcialmente a mudança observada no investimento direto americano quando da desvalorização do dólar. Em 1985, os valores dos lucros reinvestidos aumentam em cerca de US\$11,6 bi com relação a 1984, o que é muito superior aos ganhos cambiais relativos a este período que foram de US\$4,9 bi. Pode-se dizer, dessa forma, que o investimento americano no Mercado Comum Europeu recupera-se a partir de 1984, apesar das perdas cambiais observada neste ano (o dólar ainda se valorizava nessa época) solidificando-se daí para frente⁽⁷⁾. A perspectiva da ampliação do MCE em 1992, ao acender o medo do aumento da discriminação contra investidores externos, pode ter atuado também de forma a recuperar o estímulo pela realização de investimento direto nesta região.

No que se refere aos fluxos de investimento direto na direção norte-sul, ou seja, dos Estados Unidos para as economias semi-industrializadas os resultados obtidos pelo modelo empírico foram bem mais consistentes, com a América Latina e o Sudeste Asiático aparecendo como concorrentes imediatos pelo capital americano.

(7) FRITSCH & FRANCO (1988b), p. 6 e 7.

É necessário ressaltar que o fundamental para a discussão não é a magnitude do investimento estrangeiro direto em cada uma das regiões, onde é clara a proporção maior detida pelos países latino-americanos. Isso não só no que se refere aos Estados Unidos enquanto país de origem, mas de forma generalizada. Assim, entre 1967 e 1978 a relação entre o estoque de investimento direto externo e o produto nacional bruto era, em média, de 12% para o Brasil e 8% para a Argentina enquanto na Coreia e Formosa era de 2,3% e 5,2% respectivamente⁽⁸⁾. Embora o volume detido pelos países asiáticos seja muito menor, o que interessa explicar é porque está havendo uma mudança na alocação do capital produtivo em detrimento da América Latina e a favor do Sudeste Asiático.

Uma das razões para tal movimento está relacionada ao desempenho econômico diferenciado das duas regiões. A taxa de crescimento do mercado, medida pela evolução do PNB, se mostrou mais vigorosa no Sudeste Asiático do que na América Latina. Isso se refletiu num diferencial bastante elevado nas taxas de retorno dos investimentos realizados nos países asiáticos e nos países latino-americanos, que passa de uma média de 12% no período 1970-81 para uma média de 19% no período 1982-85 (valores obtidos a partir dos dados do apêndice), o que atuou de forma a aumentar a atratividade dos primeiros.

(8) BRAGA & MATESCO (1987a), p. 3.

Assim, o crescimento do mercado latino-americano e as expectativas com relação ao mesmo face ao dos países asiáticos e as implicações disso sobre as expectativas de retornos mais baixos na primeira região, aparecem como um importante elemento explicativo da mudança de interesse.

TABELA 4.3

CRESCIMENTO DO PRODUTO NACIONAL NA AMÉRICA LATINA E SUDESTE ASIÁTICO, 1970-84
(em percentagem)

PAÍS	1970-81	1981-84
América Latina		
Argentina	1.6	-0.1
Brasil	7.6	-0.8
Chile	2.8	-3.2
México	6.7	-0.9
Peru	3.4	-0.3
Venezuela	3.7	-2.2
média ponderada	5.6	-0.4
Colômbia	5.2	1.7
Sudeste Asiático		
Indonésia	8.0	4.3
Coréia	8.1	7.6
Malásia	7.8	6.2
Tailândia	7.1	5.3
média ponderada	7.8	5.8
Filipinas	5.9	-0.6

FONTE: J. SACHS, (1985).

Vale ressaltar que esse comportamento positivo das economias asiáticas está, em grande medida, ligado à definição de políticas industriais ativas e bem articuladas

onde são estabelecidos os setores líderes, formulados programas setoriais, assim como programas específicos de pesquisa e desenvolvimento com a ajuda do Estado. Observa-se nestes países uma forte participação conjunta do Estado e do setor privado na busca dos objetivos estabelecidos, participação esta que não difere muito em termos de intensidade, ainda que de consistência e adequação, daquela presente nos países latino-americanos^{'7'}.

No que se refere ao controle sobre a entrada de capital estrangeiro é uma ilusão acreditar que os países asiáticos lhe conferem tratamento amplamente não restritivo. Na Coreia o capital estrangeiro tem participação minoritária, com somente 6% das subsidiárias de empresas multinacionais possuindo a totalidade do capital. Em Taiwan a posse estrangeira exclusiva só é permitida às empresas que se dedicam unicamente às exportações. A situação no caso dos países latino-americanos é totalmente diversa. Mais de 60% e 50% das subsidiárias de empresas estrangeiras no Brasil e no México respectivamente detêm a totalidade de seu capital^{'10'}.

(9) Para uma avaliação do papel do Estado nos dois grupos ver SACHS (1985).

(10) Para uma descrição das restrições à entrada de capital estrangeiro, regulamentações sobre o grau de propriedade externa e limites à remessa de lucros e repatriação de capital ver IMF (1985). Existem informações disponíveis sobre os seguintes países dos dois grupos: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru, Venezuela, Indonésia, Coreia, Malásia, Filipinas, Tailândia. As informações citadas foram extraídas de SANTOS Fº & FERREIRA Jr. (1987), p. 641/2.

Assim, não é a existência de menos restrições e regulamentações no que se refere ao investimento estrangeiro o que explica o aumento do interesse pelo Sudeste Asiático. Embora alguns países como Cingapura, Hong Kong, Malásia e Coréia do Sul tenham procurado adotar regulamentações mais liberais, atraindo com isso volumes significativos de investimento, estas não teriam desempenhado papel importante se as condições econômicas gerais destes países não fossem superiores às de seus rivais latino-americanos, ou seja, se os indicadores em termos de retorno e risco destas economias não se mostrassem favoráveis.

O que parece ter atuado decisivamente foi o problema da dívida externa. É de 1981 para 1982, quando começam a ficar mais claras as dificuldades dos países latino-americanos em administrar seus débitos externos, que ocorre a queda mais abrupta na participação destes países no estoque total de capital americano investido no exterior, passando esta de 17,2% para 13,6% seguida de uma nova queda em 1983 para 11,6% quando já estava declarada a moratória mexicana.

Embora os países do Sudeste Asiático tenham utilizado também recursos externos, a evolução da economia e o destino

dos empréstimos levou a uma situação diametralmente oposta àquela vivida pelos países da América Latina⁽¹¹⁾.

Analisando-se a relação entre a dívida e o produto nacional bruto observa-se que no caso dos países da América Latina esta não é substancialmente maior do que no caso dos países asiáticos. A comparação relevante parece ser a baseada na relação dívida/exportações e na razão serviço da dívida/exportações, que são apresentadas na tabela 4.5. Com isso quer se chamar atenção para o fato de que o que importa não é a dimensão relativa da dívida mas a possibilidade de efetuar seu serviço, e talvez mais ainda, a atitude do país devedor com relação a esse serviço. Em outros termos, países que desenvolvem atitudes negativas com relação ao serviço da dívida acabam por não despertar a confiança dos investidores estrangeiros.

(11) A análise sobre as diferenças relativas ao endividamento externo das duas regiões é baseada em SACHS (1985).

TABELA 4.5

INDICADORES DA DÍVIDA EXTERNA, 1981 E 1980-83

(em percentagem)

PAÍS	Dívida/PNB 1981	Dívida/Export. 1981	Serv.Div/Export ^a 1980-83
América Lat.			
Argentina	31.6	334.7	214.9
Brasil	26.1	298.7	132.6
Chile	47.6	290.0	153.3
México	30.9	258.8	161.8
Peru	44.7	223.5	122.2
Venezuela	42.1	134.0	117.8
média pond.	31.3	271.5	153.8
Colômbia	21.9	182.9	103.8
Sud. Asiático			
Indonésia	24.1	87.1	n.a.
Coréia	27.6	76.6	90.1
Malásia	27.8	51.8	16.9
Tailândia	25.7	103.1	58.1
média pond.	25.9	82.1	61.7
Filipinas	40.6	214.6	152.7

a. é igual à relação entre os gastos com o serviço da dívida total e as exportações. O serviço da dívida corresponde ao pagamento de juros de todo o débito mais a amortização da dívida de médio e longo prazo mais o estoque da dívida de curto prazo.

FONTE: J. BACHS. (1988).

No caso da América Latina as obrigações com o serviço da dívida foram, na média, superiores aos valores das exportações totais nos anos 1980-83, o mesmo não ocorrendo com o Sudeste Asiático exceto com as Filipinas.

Essa razão mais alta na América Latina é devida a três fatores fundamentais:

a) razões dívida/exportação mais altas

b) um volume maior de dívida de curto prazo
c) taxas de juros mais altas resultante de empréstimos contratados em sua maioria junto ao sistema bancário privado a taxas flutuantes. Ao contrário, a maior parcela dos débitos asiáticos foi tomada de credores oficiais a taxas de juros fixas.

Os países da América Latina não usaram os recursos obtidos externamente para a produção de bens comercializáveis internacionalmente, em especial manufaturados exportáveis o que, aliado ao aumento substancial dos juros no início da década de 80, acabou comprometendo o atendimento dos compromissos futuros resultantes da dívida contraída, assim como dificultando o repatriamento dos rendimentos do capital.

Se em 1965 a participação das exportações no PNB era comparável nas duas regiões, com esta correspondendo a 11% para a América Latina e 13% para o Sudeste Asiático, em 1983 os países latino-americanos apresentavam uma relação significativamente menor (15%) do que os países asiáticos (32%). A avaliação de alguns países individualmente também é ilustrativa. Na Coreia essa relação em 1965 era de 9%, na Indonésia de 5%, no Brasil e Argentina de 8% , no México de 9%. Na Argentina esta relação passa em 1983 a 13%, no Brasil

continua constante em 8%, no México salta para 20% enquanto na Indonésia passa para 25% e na Coreia para 37% ⁽¹²⁾.

Deve-se ressaltar que o melhor desempenho dos países asiáticos em termos de comércio não resultou de uma relação liberal com o resto do mundo. Ao contrário, existe um controle seletivo em termos de volume e composição das importações nesses países, o mesmo ocorrendo com as exportações onde protegem-se os segmentos considerados prioritários. O essencial e distintivo é o caráter temporário da proteção, na medida em que os beneficiados são estimulados a adquirir competitividade internacional através da utilização dos instrumentos da política industrial ⁽¹³⁾.

No caso dos países da América Latina ainda que se tenha buscado uma maior abertura em relação ao exterior, a proteção aos setores que concorrem com importações e a manutenção durante longos períodos de moedas sobrevalorizadas acabaram não beneficiando os exportáveis.

Diante da relação serviço da dívida/exportações mais desfavorável à América Latina, a restrição cambial explicitada quando do corte na oferta de créditos em 1982 acabou instaurando o pânico, com a consequente tentativa por parte de cada investidor de retirar o mais rápido possível e na frente dos demais seus ativos dos países endividados. O

(12) SACHS (1985), p. 537.

(13) SANTOS F^{co} & FERREIRA Jr. (1987), p. 640.

anteriormente denominado risco do país relativo ao grupo latino-americano torna-se substancialmente elevado, resultando na procura de portos mais seguros para o investimento, como o Sudeste Asiático. Daí a resposta positiva dos investidores americanos à "dummy" para a crise da dívida quando são analisadas as decisões com relação à América Latina no modelo apresentado.

Uma pesquisa realizada pelo GROUP OF THIRTY(1984), com 52 empresas multinacionais que controlam quase metade do estoque de investimento direto do mundo, dá suporte a essa afirmação. Nas questões relativas às perspectivas de investimento durante o período 1983-87, destacou-se entre as áreas geográficas nas quais melhorou o clima para o investimento direto o Sudeste Asiático e entre as áreas nas quais este piorou a América Latina, sobressaindo-se entre as companhias que reclamaram sobre esta última região as de origem americana. No que se refere a países específicos, a pesquisa indicou uma queda acentuada no número de companhias multinacionais com intenção de aumentar seus fluxos de investimentos reais para a Argentina, Brasil, México e Uruguai, revelando um desinteresse generalizado por parte dos investidores estrangeiros pelos países em desenvolvimento com grandes débitos externos.

4.8. CONSIDERAÇÕES FINAIS:

A estimação do modelo de "portfolio" para a definição dos locais de destino do capital americano permitiu a definição de duas relações. A primeira delas ligada aos países centrais, ou mais especificamente aos Estados Unidos enquanto país exportador e Canadá, Mercado Comum Europeu e Japão enquanto países receptores, se estabeleceria até certo ponto independentemente das demais regiões de destino. Com isso, a decisão relativa aos países desenvolvidos estaria ligada fundamentalmente às suas condições específicas. A segunda mostra a América Latina e o Sudeste Asiático enquanto locais de concorrência pelos recursos americanos, revelando uma certa redistribuição geográfica onde a participação dos países asiáticos cresce às custas da redução da participação dos países latino-americanos. A queda na parcela do primeiro grupo no total de capital americano investido no exterior seria resultante das baixas taxas de crescimento de suas economias e das consequências disso sobre as expectativas de retornos mais baixos dos investimentos aí realizados, assim como de problemas cambiais que resultaram num aumento da desconfiança dos investidores externos com relação à região.

As possibilidades de reversão desse quadro, ou seja, de uma mudança nas atratividades relativas onde a América

Latina pudesse receber novamente somas substanciais de capitais externos não são muito animadoras. A irreversibilidade das condições negativas em termos de desempenho econômico e clima para o investimento, pelo menos no curto prazo, associada a condicionantes externos pouco favoráveis ao país, apontam na direção de uma continuidade das tendências recentemente observadas⁽¹⁴⁾.

No que se refere ao investimento de origem não americano, as perspectivas também não são muito positivas. O investimento japonês, ainda que seja dirigido em grande parte aos países em desenvolvimento (estes receberam 51% do investimento japonês no período 1981-83, em contraposição a 31% recebido pelos Estados Unidos e 11% recebido pela Europa), continuará provavelmente a descrever a recente trajetória de interesse pela economia americana, atraído pelo forte crescimento dos Estados Unidos e pelas vantagens que a produção local oferece em termos de acesso ao mercado. Neste caso, espera-se inclusive que a Ásia, onde tradicionalmente o investimento japonês se concentrou, venha a perder espaço. As indicações para o Mercado Comum Europeu são no sentido de maiores fluxos para os países desenvolvidos, tendência que de modo geral marca todas as economias centrais, e de maiores fluxos intra-países diante da mudança prevista para 1992. Especificamente para a

(14) FRITSCH & FRANCO (1988b) acreditam, ao contrário, que é possível que a América Latina recupere sua importância enquanto local de destino do investimento estrangeiro.

Alemanha, os dados indicam que a parcela do investimento total realizado nos países em desenvolvimento permaneceu relativamente constante, tendo a participação da Ásia aumentado em detrimento da América Latina⁽¹⁵⁾.

O Brasil, enquanto caso padrão de economia latino-americana, estaria sendo seriamente afetado pelo movimento de reestruturação regional dos fluxos de investimento que vem se delineando. É assim, que a proporção do estoque de capital americano mantido no Brasil em relação ao estoque total de capital americano no exterior passa de 5,5% em 1950 para 4,5% em 1982 até atingir 4,1% em 1985.

Dessa maneira, paralelamente aos determinantes relativos às transformações macroeconômicas por que passam as economias centrais na década de 80, em especial os Estados Unidos, e ao programa de ajustamento brasileiro descritos no capítulo 3, vem se juntar como elemento explicativo do desinteresse dos investidores externos americanos pelo Brasil o processo de redefinição dos locais de destino, onde perde pujança de forma generalizada a América Latina.

(15) OECD (1987).

CONCLUSÕES FINAIS

O objetivo dessa dissertação foi identificar os elementos que operaram, tanto a nível interno quanto externo, no sentido de desestimular os fluxos de investimento direto destinados à economia brasileira.

O capital estrangeiro de risco que sempre teve um papel de destaque na promoção do crescimento do país, ainda que tenha perdido importância relativa na década de 70 quando os empréstimos e financiamentos passam a ser preponderantes nos fluxos privados de capital, na década de 80 e especialmente depois de 1982 deixou de ver no Brasil um local interessante de destino.

Para entender o porque desta mudança o trabalho procurou analisar a questão sob dois ângulos.

O primeiro estava ligado aos desequilíbrios orçamentário e externo que passam a caracterizar a economia americana após a política do dólar forte. Estes resultaram numa mudança no quadro de preferências onde observou-se um aumento da atratividade exercida pelos Estados Unidos enquanto destino dos fluxos de investimento direto. Isso levou a uma redução generalizada da entrada de divisas associadas a capital de risco nas demais economias, inclusive a brasileira, como contrapartida do crescimento do interesse pela economia americana, ou seja, a expansão

dos fluxos para os Estados Unidos deve ter desviado parte dos investimentos que poderiam ser canalizados para outras localizações.

No que se refere aos investidores americanos, foco de interesse da pesquisa, a necessidade de reduzir o déficit de seu balanço de pagamentos fez com que os Estados Unidos desestimulassem a saída de investimentos e, em alguns casos, promovessem a desativação de suas filiais no exterior. A economia brasileira, devido às suas taxas de crescimento insatisfatórias e à falta de perspectiva de uma retomada sustentada das mesmas e à existência de restrições cambiais crescentes resultantes do problema da dívida externa, apresentou-se imediatamente como uma opção pouco atrativa.

Assim, aparece como determinante mais imediato da queda dos influxos de investimento direto para o Brasil a relação entre os desequilíbrios externos continuamente apresentados pelos Estados Unidos, enquanto condicionante do ponto de vista externo, e o fraco desempenho econômico e vulnerabilidade externa por parte da economia brasileira como fator realimentador atuando do ponto de vista do país receptor.

O segundo estava associado a transformações de mais longo prazo que resultaram numa reestruturação geográfica dos fluxos de capital americano para o exterior. Enquanto a

decisão com relação aos países desenvolvidos mantém seu curso vigoroso , atraindo volumes substanciais em termos agregados ainda que tenha havido um aumento do interesse pelo Mercado Comum Europeu e pelo Japão em detrimento do Canadá, a decisão com relação aos países em desenvolvimento descreve uma mudança de rota bastante acentuada. Ocorre a substituição em termos de atratividade entre a América Latina e o Sudeste Asiático, ganhando esta última região crescente expressividade enquanto local de destino, ao contrário do que acontece com a primeira. Observa-se, dessa forma, uma mudança significativa no perfil geográfico do investimento americano no que diz respeito aos principais blocos de países em desenvolvimento.

Na medida em que o Brasil corresponde a um caso padrão de economia latino-americana com dificuldades em termos de desempenho econômico e condições de estabilidade para o investimento, em contraposição a uma posição muito mais confortável dos países asiáticos, se vê imediatamente afetado pelo processo de reorientação regional anteriormente descrito. Desse modo, vários estudos ressaltam que embora tenha havido uma redução generalizada dos fluxos de investimento direto em direção à América Latina, esta foi especialmente acentuada para os países altamente endividados cujas medidas de ajustamento implicaram em comprometimento das taxas de crescimento, destacando-se o Brasil e o México.

As perspectivas para o futuro não se mostram positivas. Cabe ao país tentar retomar uma trajetória sustentada de crescimento e aliviar seus problemas externos para que possa recuperar a preferência histórica que teve dos investidores estrangeiros e consiga, pelo menos, deixar de perder os poucos recursos que ainda aportam no país via capital de risco. Caso contrário, irá reforçar os movimentos que operam a nível das economias exportadoras no sentido de uma mudança em termos de distribuição regional, onde se intensificam os fluxos de investimento entre os países desenvolvidos e se realocam os fluxos de investimento para o sul em direção aos países do Sudeste Asiático.

BIBLIOGRAFIA

AGARWAL, J.P. Determinants of FDI: a survey,

Weltwirtschaftliches Archiv, Hamburg, 116, 739-73, 1980.

AGMON, T. & LESSARD, D. Investor recognition of corporate international diversification, Journal of Finance, New York, 32(4):1049-55, Sept. 1977.

ALIBER, R.Z. A theory of direct investment in C.P. Kindleberger (ed.), The international corporation : a symposium, Cambridge, MA:MIT Press, 1970.

BAECK, L. O desequilíbrio da economia internacional dos anos 80 , Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, 17(1):221-50, abril, 1987.

BAER, M. Ao correr do martelo: a conversão da dívida em investimento e as novas formas de financiamento externo, Novos Estudos CEBRAP, São Paulo, nº.18, 70-6, set. 1987.

BANDERA, V.N. and WHITE, J.T. US direct investments and domestic markets in Europe, Economia Internazionale, Genova, 21(1): 117-33, Febbraio 1968.

BNDES O capital estrangeiro na indústria brasileira: atualidade e perspectivas, Área de Planejamento, Departamento de Estudos-DEEST, 1988

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Departamento Econômico, Brasília (vários números).

BONELLI, R. & MALAN, P. Os limites do possível: notas sobre balanço de pagamentos e indústria nos anos 70, Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, 6(2):353-406, agosto 1976.

BOUZAS, R. La política económica del gobierno de Reagan: bases para un desorden futuro, Comércio Exterior, México, 32(2):152-63, fev. 1982.

BRADFORD, C. & BRANSON, W. Trade and Structural Change in Pacific Asia, Chicago, University of Chicago Press, 1987.

BRAGA, H. Foreign direct investment in Brazil : its role, regulation and performance, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1987 (texto para discussão nº.80).

BRAGA, H. & MATESCO, V. A política comercial e industrial dos países de industrialização recente, Revista Brasileira de Comércio Exterior, Rio de Janeiro, nº12, 2-8, jul/ago 1987a.

BRAGA, H. & MATESCO, V. Industrial policies and multinational enterprises in Latin America, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1987b (texto para discussão interna nº.129).

BRYANT, R.C. Empirical research on financial capital flows in P.B. Kenen (ed.) International trade and finance : frontiers for research, Cambridge, Cambridge University Press, 1975.

CASTRO, A.C. A crise atual à luz da evolução capitalista do após-guerra - notas para discussão, Estudos CEBRAP, São Paulo, nº 11, 7-33, jan/fev/mar, 1975.

CAVALCANTI, C.B. Transferência de recursos ao exterior e substituição de dívida externa por dívida interna, Brasília, 1986 (dissertação de mestrado apresentada à Unb).

CAVES, R.E. International corporations: the industrial economics of foreign investment, Economica, 38(149):1-27, Feb. 1971.

CAVES, R.E. Causes of direct investment : foreign firms in Canadian and UK manufacturing industries, Review of Economics and Statistics, Cambridge, 56(3):279-83, August 1974.

CAVES, R.E. Multinational enterprise and economic analysis, Cambridge, Cambridge University Press, 1982.

CHRIST, C. Econometric models and methods, New York, John Willey & Sons Inc, 1966.

COASE, R. The nature of the firm, *Economica*, 4, 1937.

CONESA, E. Fuga de capitales en America Latina, *Anais do 7º Encontro Latino-Americano da Econometric Society*, São Paulo, vol.2, 591-618, 1987.

COPELAND, T. & WESTON, F. Financial theory and corporate policy, Reading, Massachussets, Addison-Wesley Publishing Company, 1983.

COUTINHO, L. The internalization of oligopoly capital, Cornell University, 1975 (tese de doutorado).

DORNBUSCH, R. The overvalued dollar in R. Dornbusch Dollars, debts and deficits, Leuven, Leuven University Press, Cambridge, Mass., MIT, 1986.

DUBRA, J. O endividamento externo brasileiro: uma análise empírica, São Paulo, 1988 (tese de mestrado apresentada à Universidade de São Paulo).

DUNNING, J.H. The determinants of international production, Oxford Economic Papers, Oxford, 25, 289-336, November, 1973.

DUNNING, J.H. Trade, location of economic activity and the MNE: a search for an eclectic approach in B. Ohlin, P. O. Hesselborn and P. M. Wijkman (eds.) The international allocation of economic activity, London, Macmillan, 1976.

FRANKEL, J. The dazzling dollar, Brookings Papers on Economic Activity, nº 1, p. 199-217, 1985.

FRITSCH, W. & FRANCO, G. Investimento direto: teoria e evidência empírica, Rio de Janeiro, PUC/RJ, 1988a (texto para discussão nº 185).

FRITSCH, W. & FRANCO, G. Investimento direto: tendências globais e perspectivas para o Brasil, Rio de Janeiro, PUC/RJ, 1988 (texto para discussão nº 195).

GILMAN, M. The financing of foreign direct investment: a study of the determinants of capital flows in multinational enterprises, London, Frances Printer, 1981.

GOLDSBROUGH, D. Foreign direct investment in developing countries-trends, policy issues and prospects, Finance and Development, March, 31-4, 1985.

GONÇALVES, R. A internacionalização da produção: uma teoria geral?, Revista de Economia Política, São Paulo, 4(1):101-22, jan/mar, 1984.

GROUP OF THIRTY Foreign direct investment, 1973-1987, New York, 1984.

GRUBEL, H.C. International diversified portfolios : welfare gains and capital flows, American Economic Review, Menasha, 58(5):1299-314, December, 1968.

GUIMARÃES, E.A. Acumulação e crescimento da firma, Rio de Janeiro, Zahar, 1982.

GUIMARÃES, E.A. & MALAN, P.S. A opção entre capital de empréstimo e capital de risco, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1982 (texto para discussão nº 46).

HARTMAN, D. G. Foreign investment and finance with risk, Quartely Journal of Economics, Cambridge, 93(2):213-32, May, 1979.

HODJERA, Z. Alternative approaches in the analysis of international capital movements: a case study of Austria and France, IMF Staff Papers, Washington, 23(3):598-623, Nov., 1976.

HOLUIGE, B.A. Movimientos internacionales de capital: analisis teorico y aplicacion al caso chileno en el periodo 1959-1975, Santiago de Chile, Pontificia Universidad Catolica de Chile, Instituto de Economia, 1979. (documento de trabajo n° 62).

HORST, T. Firm and industry determinants of the decision to invest abroad: an empirical study, Review of Economics and Statistics, Cambridge, 54(3):258-66, August, 1972.

HUFBAUER, G.C. The multinational corporation and direct investment in P. B. Kenen (ed.) International trade and finance : frontiers for research, Cambridge, Cambridge University Press, 1975.

HYMER, S. Empresas multinacionais: a internacionalização do capital, Rio de Janeiro, Graal, 1978.

HYMER, S. and ROWTHORN, R. Multinational corporation and international oligopoly - the non-american challenge, New Haven, Yale University, 1970 (center paper n° 149).

IMF Foreign private investment in developing countries, Occasional Paper n° 33, Washington, Jan, 1985.

ISARD, P. & STEKLER, L. US international capital flows, Brookings Papers on Economic Activity, Washington, vol.1, 219-36, 1985.

KINDLEBERGER, C.P. American business abroad, six lectures on direct investment, New Haven, CT:Yale University Press, 1969 (Lecture 1).

KITCHEN, R. Finance for the developing countries, Chichester, John Willey and Sons, 1986.

KNICKERBOCKER, F. Oligopolistic reaction and multinational enterprise, Boston, Harvard University, 1973.

KOURI, P.J.K. & PORTER, M.G. International capital flows and portfolio equilibrium, Journal of Political Economy, Chicago, 82(3):443-67, May/June, 1974.

LEAMER, E. & STERN, R. Problems in the theory and empirical estimation of international capital movements in F. Machlup, W. Salant and L. Tharsis (eds.), International mobility and movement of capital, New York, National Bureau of Economic Research, 1972.

LEMGRUBER, A.C. O balanço de pagamentos do Brasil - uma análise quantitativa, Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, 6(3):313-52, agosto, 1976.

LEVY, H. & SARNAT, M. International diversification of investment portfolios, American Economic Review, Menasha, 60(4):668-75, Sept., 1970.

LEVY, H. & SARNAT, M. Capital investment and financial decisions, Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall, 1978.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection, Journal of Finance, 7(1):77-91, March, 1952.

MEZA, D. & PLOEG, F. van der Production flexibility as a motive for multinationality, Journal of Industrial Economics, Oxford, 35(3):343-51, March, 1987.

MILLER, N.C. & WHITMAN, M.V.N. A mean-variance analysis of United States long-term portfolio investment, Quarterly Journal of Economics, 84(2):175-96, May, 1970.

MILLER, N.C. & WHITMANN, M.V.N. The outflow of short-term funds from the United States : adjustments of stocks and flows in F. Machlup, W. Salant and L. Tharsis (eds.) International mobility and movement of capital, New York, National Bureau of Economic Research, 1972.

MODIGLIANI, F. & POQUE, G. An introduction to risk and return - concepts and evidence, Financial Analysts Journal, March/April, 168-80.

OECD Recent trends in international direct investment, Committee on International Investment and Multinational Enterprises, OECD, Paris, 1987.

PENROSE, E.T. Foreign investment and the growth of the firm, Economic Journal, Cambridge, 66(262):220-35, June, 1956.

PENROSE, E.T. Teoria del crecimiento de la empresa, Aguillar, Madri, 1962.

PIGNATON, A. Capital estrangeiro no Brasil, Brasília, Unb, 1973 (texto para discussão interna nº.10).

POSSAS, M.L. Empresas multinacionais e industrialização no Brasil in L.G.M. Belluzzo e R. Coutinho (org.) Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº 2, São Paulo, Brasiliense, 1983.

PRACHOWNY, M. Direct investment and the balance of payments of the United States : a portfolio approach in F. Macchlup, W. Salant and L. Tharsis (eds.), International mobility and movement of capital, New York, National Bureau of Economic Research, 1972.

QUEIROZ, M.V. & EVANS, P. Um delicado equilíbrio: o capital internacional e o local na industrialização brasileira, Caderno CEBRAP, São Paulo, nº 28, 1977.

REVISTA EXAME A legislação brasileira inibe ou incentiva o capital estrangeiro?, nº 79, abril, 1974.

RICHARDSON, J.D. Theoretical considerations in the analysis of foreign direct investment, Western Economic Journal, 9, 87-98, March, 1971.

RUGMAN, A.M. International diversification by financial and direct investments, Journal of Economic and Business, New York, 30, Fall, 1977.

RUGMAN, A.M. Risk, direct investment and international diversification, Weltwirtschaftliches Archiv, Hamburg, 113, 487-500, 1977.

RUGMAN, A.M. Internalization as a general theory of FDI: a re-appraisal of the literature, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Hamburg, 116, 365-79, 1980.

SACHS, J. External debt and macroeconomic performance in Latin America and East Asia, *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 2, 523-64, 1985.

SANTOS Fº, O.C. e FERREIRA Jr, H.M. Coréia do Sul e Taiwan : notas sobre a política industrial, *Anais do XV Encontro Nacional de Economia*, Salvador, vol. II, 1987.

SANVICENTE, A.Z Empresas multinacionais - estrutura administrativa e administração financeira, São Paulo, LTC/EDUSP, 1975.

SCAPERLANDA, A.E. & MAUER, L.J. The determinants of US direct investment in the EEC, *American Economic Review*, Menasha, 59(4):558-68, Sept., 1969.

SCHNEIDER, F. & FREY, B.S. Economic and political determinants of FDI, *World Development*, Oxford, 13(2):161-75, 1985.

SERRA, J. Conversão da dívida : realidade e alternativas, Campinas, CECON-IE-UNICAMP, 1987 (texto para discussão nº 1).

SERVAN-SCHEIBER, J.J. The american challenge, New York, Atheneum, 1967.

SHARPE, W.F. Portfolio theory and capital markets, New York, Mc Grall Hill, 1970.

SPITALLER, E. A survey of recent quantitative studies of long-term capital movements, IMF Staff Papers, Washington, 18(1):189-217, March, 1971.

STEINDL, J. Maturidade e estagnação no capitalismo americano, São Paulo, Abril Cultural, 1983.

STEVENS, G.V.C. The determinants of investment in J.H. Dunning (ed.) Economic analysis and the multinational enterprise, London, George Allen & Unwin, 1973 (Chapter 3).

STOBAUGH, R.B. How to analyse foreign investment climates, Harvard Business Review, Boston, 47(5):100-8, Sept./Oct., 1969.

SURVEY OF CURRENT BUSINESS, US Department of Commerce.

SUZIGAN, W. Reestruturação industrial e competitividade nos países avançados e nos NICs asiáticos: lições para o Brasil, Campinas, FECAMP/UNICAMP, 1988.

TAVARES, M.C. A retomada da hegemonia norte- americana, Revista de Economia Política, São Paulo, 5(2):5-15, abr/jun, 1985.

TEIXEIRA, A. O movimento da industrialização nas economias capitalistas centrais no pós-guerra, Rio de Janeiro, IEI - UFRJ, 1983 (texto para discussão nº 25).

THEIL, H. Introduction to econometrics, New Jersey, Prentice-Hall, 1978.

TOBIN, J. Liquidity preference as behavior towards risk, Review of Economic Studies, London, 25(67):65-110, Feb., 1958.

US Department of Commerce International direct investment, global trends and the US role, Washington, 1984.

VERNON, R. Investimento externo e comércio internacional no ciclo do produto in J.A. Savasini (ed.), Economia Internacional, São Paulo, Saraiva, 1979.

ZOCKUN, M.H. A importância das empresas brasileiras de capital estrangeiro para o desenvolvimento nacional, São Paulo, FIESP/CIESP, 1987.

APÊNDICE

QUADRO 1
ESTOQUE DE CAPITAL AMERICANO NO RESTO DO MUNDO
(US\$ milhões)

ANOS	CANADA	MCE	JAPÃO	ALAT	SUDASI
1961	11.602	6.829	302	9.190	935
1962	12.133	7.752	373	9.474	927
1963	13.044	8.950	472	9.891	1.043
1964	13.820	10.306	591	10.318	1.140
1965	15.223	11.902	675	10.836	1.358
1966	16.999	13.875	756	11.448	1.471
1967	18.097	15.310	870	12.044	1.670
1968	19.535	16.492	1.050	13.101	1.869
1969	21.127	18.361	1.244	13.841	2.172
1970	22.790	20.869	1.483	14.760	2.457
1971	24.105	23.748	1.821	15.789	3.036
1972	25.784	26.534	2.222	16.644	3.402
1973	25.541	31.902	2.671	16.484	3.818
1974	28.404	36.848	3.319	19.491	4.519
1975	31.038	40.764	3.339	22.101	5.747
1976	33.932	45.200	3.797	23.934	5.904
1977	35.200	50.110	4.143	28.110	6.217
1978	37.071	57.231	4.972	32.662	6.757
1979	40.243	68.569	6.208	35.056	7.440
1980	44.978	80.337	6.243	38.882	8.505
1981	45.129	83.821	6.755	38.864	11.099
1982	46.183	74.339	6.407	28.161	12.142
1983	44.339	72.716	7.661	24.133	13.039
1984	46.830	72.079	7.920	25.229	15.119
1985	46.435	84.885	9.095	29.479	14.874
1986	50.178	96.226	11.333	34.970	16.023

FONTE : Survey of Current Business - vários números.

QUADRO 2
PATRIMÔNIO LÍQUIDO
(US\$ bilhões)

ANOS	PATR. LÍQ.
1961	172.6
1962	181.4
1963	189.7
1964	199.8
1965	211.7
1966	230.3
1967	247.6
1968	265.9
1969	289.9
1970	306.8
1971	320.9
1972	343.4
1973	374.1
1974	395.0
1975	423.4
1976	462.7
1977	496.7
1978	540.5
1979	600.5
1980	668.1
1981	743.4
1982	770.2
1983	812.8
1984	864.2
1985	866.2

FONTE : Economic Report of the
President, jan., 1987.

QUADRO 3
RETORNOS EXTERNOS
(US\$ milhões)

ANOS	CANADA	MCE	JAPÃO	ALAT	SUDASI
1962	847	643	39	1.199	147
1963	988	811	55	1.139	129
1964	1.132	839	66	1.269	129
1965	1.243	910	96	1.340	165
1966	1.303	906	92	1.267	160
1967	1.434	807	125	1.190	210
1968	1.623	1.049	164	1.576	204
1969	1.763	1.480	175	1.653	281
1970	1.731	1.944	215	1.499	288
1971	2.089	2.201	276	1.529	331
1972	2.351	3.095	334	1.562	466
1973	2.844	4.618	514	2.511	931
1974	3.394	4.273	393	3.145	1.661
1975	3.412	3.788	233	3.221	1.304
1976	6.288	7.311	634	4.802	553
1977	4.868	7.984	786	5.570	1.793
1978	5.063	13.061	1.867	6.989	2.189
1979	8.520	14.459	1.203	9.470	3.289
1980	9.444	13.079	1.042	10.334	4.355
1981	6.170	12.195	1.329	9.624	5.076
1982	3.731	3.961	595	4.497	4.229
1983	8.219	3.886	1.786	2.827	4.047
1984	7.577	5.668	948	3.881	5.228
1985	5.906	33.228	2.598	5.417	3.895

FONTE: Survey of Current Business, vários números.

QUADRO 4
RETORNO INTERNO
(US\$ bilhões)

ANOS	EUA
1962	17.1
1963	19.5
1964	23.2
1965	27.5
1966	30.9
1967	29.0
1968	32.1
1969	33.2
1970	28.6
1971	31.3
1972	36.5
1973	48.1
1974	58.7
1975	49.1
1976	64.5
1977	70.4
1978	81.1
1979	98.7
1980	92.6
1981	101.3
1982	70.9
1983	85.8
1984	107.6
1985	87.6

FONTE: Economic Report of the
President, jan., 1987.

ESTIMATIVAS DAS EQUACOES PARA O ESTOQUE DE CAPITAL AMERICANO NO EXTERIOR - PAISES DESENVOLVIDOS, AMERICA LATINA E SUDESTE ASIATICO (Forma Logaritmica)

QUADRO 1

EQUACOES	VARIÁVEL	DEPENDENTE	RETORNOS			RISCOS			DEI	OUR (R)	R ²	H
			DES/EUA	ALAT/EUA	SUDASI/EUA	DES/EUA	ALAT/EUA	SUDASI/EUA				
1	Y	-0,762366 (-2,326)	0,1337892 (2,397)b	-0,038675 (-0,419)	-0,1121195 (-0,364)	-0,0381840 (-1,137)	-0,0030718 (-0,104)	0,0430046 (1,201)	0,5774628 (3,388)a	-0,0215930 (-0,494)	0,946	21
2	Y	-2,6480897 (-7,727)	0,2170601 (1,375)	0,1123191 (0,428)	-0,1852637 (-0,865)	-0,2186029 (-2,144)	-0,2193993 (-2,614)b	0,278238 (2,854)b	0,1841645 (2,051)c	0,0573751 (0,382)	0,756	21
3	Y	-1,3577626 (-3,302)	0,0267711 (0,456)	0,0090617 (0,095)	0,0597648 (1,036)	0,00570121 (1,607)	0,0753544 (2,213)b	-0,0978860 (-2,667)b	0,6744665 (7,058)a	-0,1432935 (-2,103)c	0,987	21

Nota: Os números entre parênteses correspondem ao teste t, o R² e o coeficiente de determinação, H e o teste Durbin para auto-correlação dos resíduos e o n e o número de observações.

Y, Y e Y são as parcelas da riqueza americana mantida sob a forma de capital investido nos países desenvolvidos, na América Latina e no Sudeste Asiático respectivamente.

1 2 3

a, b e c indicam que as variáveis, são significantes aos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.

QUADRO 2
ESTIMATIVAS DAS EQUACOES PARA O ESTORQUE DE CAPITAL AMERICANO NO EXTERIOR - PAISES DESENVOLVIDOS, AMERICA LATINA E SUDESTE ASIATICO (Modelo "dummy"
para a crise da divida externa - forma logaritmica)

EQUAÇÕES	VARIÁVEL	RETORNOS				RISCOS				DEF	NUM VNP	NUM DIV	R ²	H
		CONSTANTE	DES/EUA	ALAT/EUA	SUDAST/EUA	DES/EUA	ALAT/EUA	SUDAST/EUA						
1	Y	-1,241985 (-1,042)	10,126389 (2,868)b	10,0085730 (0,008)	10,0200444 (0,702)	-0,0177880 (-0,649)	10,0093566 (0,395)	10,0162794 (0,548)	10,2952847 (1,789)c	-0,0004760 (-2,010)c	-0,0965730 (-2,883)	10,947	-1,53	21
2	Y	-3,0153421 (-24,936)	10,1195126 (2,222)	10,1742077 (1,979)c	-0,0388124 (-1,164)	-0,0721238 (-1,935)	-0,0753475 (-2,376)b	10,1198535 (3,285)a	10,0219032 (0,638)	10,0383380 (0,602)	-0,3711688 (-9,800)a	10,975	10,580	21
3	Y	-1,0606333 (-1,424)	-0,0251873 (-0,357)	10,0690155 (0,718)	10,0687095 (1,863)c	10,1043033 (1,592)	10,0738449 (2,546)b	-0,1189856 (-2,538)b	10,7348200 (6,618)a	-0,1282449 (-2,007)c	-0,0359619 (-0,843)	10,987	-1,130	

Nota: Os numeros entre parenteses correspondem ao teste t, o R² e o coeficiente de determinacao. H e o teste Durbin para auto-correlacao dos residuos e n e o numero de observacoes.
Y, Y e Y sao as parcelas da riqueza americana mantida sob a forma de capital investido nos paises desenvolvidos, na America Latina e no Sudeste Asiatico respectivamente.

1 2 3

a, b e c indicam que as variaveis, sao significantes aos niveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.