

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO E O RATING: UMA
ANÁLISE PARA O CASO DO BRASIL

Luiza de Azevedo Meirelles

No. de Matrícula: 0612319

Orientadora: Marta Aerosa

Junho de 2011

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO E O RATING: UMA
ANÁLISE PARA O CASO DO BRASIL

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri, para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Luiza de Azevedo Meirelles

No. de Matrícula: 0612319

Orientadora: Marta Aerosa

Junho de 2011

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

Agradeço à minha família pelo carinho, amor e exemplo de determinação.

Agradeço à minha orientadora por ter acolhido meu trabalho, pela dedicação, incentivo e apoio.

Sumário

Lista de Gráficos e Tabelas	6
Introdução.....	7
1. As agências de classificação de risco: como tudo começou	10
1.1 O funcionamento das agências	10
1.2 Fatores determinantes ao <i>rating</i>	13
1.3 Os resultados da economia brasileira	15
2. O investimento estrangeiro direto e seus determinantes	17
2.1 O Brasil e o IED	19
3. Procedimentos econométricos	29
3.1 Especificação e fontes de dados.....	31
3.2 Análise dos resultados.....	32
Conclusão	38
Referências Bibliográficas	39

Lista de Gráficos e Tabelas

Tabela 1 - Classificação de <i>rating</i> atribuída pela Moody's	11
Tabela 2 - Classificação de <i>rating</i> atribuída pela Fitch Ratings	12
Tabela 3 - <i>Ratings</i> para a República Federativa do Brasil 1995-2010	15
Tabela 4 - Fluxos de IED no Brasil e no Mundo 1995-2010	20
Gráfico 1 - Ingresso de IED no Brasil 1980 – 2009	22
Tabela 5 - IED por atividade econômica 1995 a 2000	23
Tabela 6 - IED por atividade econômica 2001 a 2009	25
Tabela 7 - IED distribuído por país de origem dos recursos 1995 a 2000	26
Tabela 8 - IED distribuído entre os principais países de origem dos recursos 2001 a 2006	27
Tabela 9 - IED distribuído entre os principais países de origem dos recursos 2007 a 2009	28
Tabela 10 - Teste Dickey-Fuller Aumentado (ADF)	29
Tabela 11 - Modelo estimado para investimento estrangeiro direto sem a variável <i>rating</i> (MQO)	32
Tabela 12 - Saldo em transações correntes e necessidade de financiamento 1996 - 2001	33
Tabela 12.1 - Saldo em transações correntes e necessidade de financiamento 2002 - 2007	34
Tabela 13 - Modelo estimado para o investimento estrangeiro direto com <i>rating</i> (Moody's)	35
Tabela 14 - Modelo estimado para o investimento estrangeiro direto com <i>rating</i> (Fitch Ratings)	36

Introdução

A globalização da economia, intensificada a partir da década de 1990 com o fim da Guerra Fria, se caracteriza por impor poucas restrições à mobilidade de capital e permite que empresas se expandam e atuem em mercados internacionais. O investidor que deseja instalar a sua produção em um determinado país necessita de informação acerca do ambiente de negócios deste a fim de obter sucesso na sua empreitada. Um país, que apresenta um melhor cenário microeconômico, é mais atrativo para o empreendimento.

Em relação ao cenário macro, o investidor internacional que deseja comprar títulos de um país específico, tem necessidade de calcular o risco acerca da probabilidade do governo, tomador de empréstimo, não honre os seus compromissos financeiros. Diante desse contexto, surgem os problemas resultantes da assimetria de informação. As agências de *rating* vêm nesse cenário uma oportunidade e operam com o objetivo de minimizar esses problemas. Nos Estados Unidos, as agências classificadoras de risco são reguladas pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) e pelo *Federal Reserve* (FED). As três maiores agências reconhecidas por estes órgãos são a Moody's, Standard & Poor's e Fitch Ratings.

O *rating* é a opinião de uma determinada agência sobre a capacidade que um país ou empresa tem de saldar os seus compromissos financeiros. Em particular, o *rating* soberano é uma abordagem emitida pelas agências de risco, que mede a probabilidade de inadimplência do governo de um determinado país em relação à dívida pública. Alguns fatores são avaliados nesta classificação, como por exemplo, inflação e dívida externa, de maneira a identificar economias prósperas e estáveis como um bom cenário para o investidor. Os governos, geralmente, procuram as agências com o objetivo de facilitar o seu acesso ao mercado de capitais internacionais. Os investidores preferem títulos com um *rating* melhor àqueles que se encontram em uma classificação mais baixa, ainda que ambos apresentem o mesmo risco.

Uma melhora no *rating* atribuído ao país revela que a economia deste está alcançando a categoria de “grau de investimento”, ou seja, maior é a sua capacidade de honrar seus compromissos financeiros. As informações fornecidas pelas agências permitem ainda que os investidores realizem uma comparação entre países.

Conseqüentemente, para aqueles que buscam atrair capital estrangeiro, ou financiamento externo a taxas atrativas, uma boa classificação é essencial.

O investimento estrangeiro direto (IED) é resultado de condições econômicas favoráveis ao crescimento. Em Amal e Seabra (2005), vemos que a localização do investimento direto externo é influenciado pela dimensão institucional. A qualidade e a eficiência de uma instituição estão associadas a custos transacionais mais baixos e à maneira como esta lida com problemas de assimetria de informação. Como consequência, temos um mercado mais transparente e estável.

A relação do IED com o *rating* não é tão direta. Pode-se acreditar que uma melhoria na nota de um país em um determinado período poderia levar a um aumento no ingresso de IED no futuro. Através de uma melhoria nas condições macroeconômicas, certo país obteria uma nota melhor das agências. Os investidores, por sua vez, enxergam maiores oportunidades de lucro em economias operando de maneira estável. Um país que enfrenta poucas crises cambiais sinaliza também uma menor probabilidade de diminuição de lucros, caso estes estejam expressos em moeda estrangeira.

Neste trabalho, iremos analisar em que medida o *rating* afeta o ingresso de investimento direto estrangeiro no Brasil. O foco nessa relação é relevante por dois motivos. O primeiro é que, poderemos avaliar se qualquer melhoria no *rating* é significativa para a entrada de IED ou se apenas *upgrades* ou *downgrades* entre categorias de investimento serão importantes. O segundo é que, da mesma maneira que o *rating* possibilita o acesso dos governos ao mercado de capitais internacional, o investimento estrangeiro direto proporciona benefícios para o país que os recebe. Como exemplo pode-se citar a injeção de capital na economia local através da aquisição de uma empresa nacional ou da construção de novas fábricas, gerando empregos. A demanda por mão-de-obra da firma tem como impacto um aumento no poder de compra da população local. Outro benefício é o incentivo à inovação. As multinacionais, que se instalam nesses novos mercados, operam em um patamar tecnológico mais avançado e têm processos produtivos mais bem desenvolvidos. Conseqüentemente, há uma maior competitividade nos setores em que há ingresso de IED. Assim, as empresas terão maiores incentivos à inovar e aperfeiçoar a sua produção.

O presente trabalho é composto por três capítulos. Primeiramente, realiza-se uma introdução à história das agências de *rating* mais influentes no mercado internacional. Em seguida, há uma análise do funcionamento das agências e dos fatores determinantes à classificação de risco. Ao fim deste capítulo, há ainda uma análise para o caso do Brasil no período compreendido entre 1995 a 2010.

No segundo capítulo, faz-se uma análise do investimento estrangeiro direto, com um foco maior nos seus determinantes. Ao fim desta seção, encontra-se diagnóstico do volume de investimento estrangeiro direto atraído para o Brasil durante o período de 1995 a 2010 e o cenário econômico em questão.

Por fim, apresentam-se os testes econométricos realizados de forma a avaliar a relação entre *upgrades* na classificação do Brasil e o ingresso de investimento direto estrangeiro. As variáveis utilizadas na regressão são descritas e o resultado da mesma apresentado.

1. As agências de classificação de risco: como tudo começou

“In fact, you could almost say that we live again in a two-superpower world. There is the U.S. and there is Moody's. The U.S. can destroy a country by leveling it with bombs; Moody's can destroy a country by downgrading its bonds.”¹

As agências de classificação de risco surgiram nos Estados Unidos no início do século XIX com o objetivo de avaliar as condições financeiras dos credores no mercado de crédito. Em 1909, John Moody fundou uma das maiores agências de *rating* existentes hoje em dia, a Moody's. Nesta época, sua companhia avaliava as companhias ferroviárias americanas e os seus títulos de dívida, oferecendo uma análise sobre a qualidade relativa do investimento. Em seguida, a Poor's Company foi fundada por Henry Poor. Em 1941, uma fusão uniu esta à Standard Statistics, dando origem a Standard & Poor's. A Fitch Ratings, por sua vez, tem sua data de fundação em 1913 e utiliza a mesma escala para a emissão de *rating* desde 1924 até os dias de hoje.

Pode-se afirmar que a demanda por *rating* teve um crescimento após a Grande Depressão, em 1929, e a Segunda Guerra Mundial. Com o passar do tempo, outras agências surgiram no mundo todo. No entanto, aquelas que mais se destacam no presente momento são as três americanas: Moody's Investors Service, Inc., Standard & Poor's Corporation, mais conhecida como S&P, e Fitch Ratings, Inc. Estas operam em uma estrutura de oligopólio, onde a Moody's e a S&P detêm mais de 70% do mercado e o restante é disputado por outras agências, como a Fitch.

1.1 O funcionamento das agências

O *rating* é uma opinião sobre a probabilidade de default de uma determinada empresa, isto é, caso esta será capaz de honrar ou não os seus compromissos financeiros. Em particular, o *rating* de soberano leva em consideração a qualidade do crédito do governo nacional de honrar suas dívidas em moeda doméstica e/ou estrangeira. Este, por sua vez, é uma medida relativa já que os países são avaliados

¹ FRIEDMAN, Thomas L. *Foreign Affairs; Don't Mess With Moody's*. NY Times, 1995

comparativamente. As agências de classificação de risco, emissoras desta opinião, têm como objetivo informar os investidores sobre essas condições de mercado.

A Moody's designa notas em um intervalo de Aaa, a maior nota, até C, a pior nota. A agência atribui ainda modificadores 1, 2 e 3 para cada *rating* genérico. O modificador 1 indica que uma obrigação está melhor colocada do que as outras em sua mesma categoria genérica; o modificador 2 indica uma posição mediana no ranking; e o modificador 3 indica uma nota na extremidade inferior daquela categoria. Por exemplo, uma nota Baa1 indica uma posição melhor do que Baa3. Os *ratings* e sua interpretação estão resumidos na Tabela 1.

Tabela 1 - Classificação de *rating* atribuída pela Moody's

Rating		
AAA	Ratings na categoria de "grau de investimento" indicam uma probabilidade baixa a moderada de inadimplência.	Grau de Investimento
AA		
A		
BBB		
BB	Ratings na categoria de "grau de especulação" sinalizam uma probabilidade de inadimplência mais alta ou indicam que a inadimplência já ocorreu.	Grau Especulativo
B		
CCC		
CC		
C		
D		

Fonte: Moody's

A Fitch Ratings, por sua vez, utiliza outra nomenclatura, onde AAA é o melhor *rating* e D é o pior. Entre as categorias de classificação, a Fitch atribui sinais positivos (+) e negativos (-) de forma a mostrar uma relativa melhora dentro da mesma categoria genérica. Sendo assim, um governo com uma nota B+ se encontra em uma posição

melhor, isto é, apresenta menor probabilidade de default, do que outro governo central com uma nota B ou B-. A Tabela 2 resume os *ratings* atribuídos pela Fitch Ratings e suas classes.

Tabela 2 - Classificação de *rating* atribuída pela Fitch Ratings

Rating		
Aaa	As obrigações com rating Aaa são consideradas da mais alta qualidade, com risco de crédito mínimo.	Grau de Investimento
Aa	As obrigações com rating Aa são considerados de alta qualidade e estão sujeitas ao risco de crédito muito baixo.	
A	As obrigações com rating A são consideradas superiores à média e estão sujeitas a baixo risco de crédito.	
Baa	As obrigações com rating Baa estão sujeitas ao risco de crédito moderado. Elas são considerados de médio grau e podem, assim, possuir certas características especulativas.	
Ba	As obrigações com rating Ba são consideradas de elementos especulativos e estão sujeitas a um substancial risco de crédito.	Grau Especulativo
B	As obrigações com a categoria B são consideradas especulativas e estão sujeitas a elevado risco de crédito.	
Caa	As obrigações com rating Caa são consideradas de baixa qualidade e estão sujeitas a um risco de crédito muito elevado.	
Ca	As obrigações com rating Ca são altamente especulativas e, provavelmente, irão "default", com alguma perspectiva de recuperação do principal e juros.	
C	As obrigações com rating C são de classes mais baixa e estão em "default", com pouca perspectiva de valorização do capital ou dos juros.	

Fonte: Fitch Ratings

Apesar das agências utilizarem símbolos diferentes na sua classificação, há uma correspondência entre eles. No caso da Moody's, os *ratings* situados no intervalo entre Aaa1 e Baa3 se encontram na classe de grau de investimento. Enquanto essa mesma classe para a Fitch abrange *ratings* entre AAA+ e BBB-. Os governos classificados como grau de investimento por ambas as agências terão como característica uma probabilidade de inadimplência situada entre baixa e moderada. Conseqüentemente, os custos de financiamento para esses países serão menores.

As agências de *rating* utilizam diferentes combinações de variáveis econômicas, sociais e políticas quantitativas e qualitativas ao avaliar um determinado órgão. Cada agência atribui um peso maior ou menor para essas variáveis em sua análise. Isso explica como as notas atribuídas a uma determinada empresa ou governo diferem de uma agência para outra. De acordo com Richard Cantor e Frank Packer:

*“It is probably fair to conclude that the greater frequency of disagreements over below-investment-grade sovereign ratings is evidence of greater uncertainty in the measurement of this type of risk. Such uncertainty is, however, understandable.”*²

A atribuição de *rating soberano* a governos é um fenômeno relativamente recente e a falta de experiência das agências, nesse sentido, contribui para que haja divergências. Além disso, medir o risco de crédito para um país é uma tarefa complicada. As organizações devem considerar ainda fatores que afetem a vontade que os governos têm de sanar suas dívidas e não apenas a sua capacidade de fazê-la. Alguns destes são: estabilidade política das instituições, harmonia econômica e social e grau de integração na economia mundial. ²

O mercado de dívida soberana tem como característica a ausência de um código de falência. Uma diferença significativa entre uma dívida soberana e uma corporativa é que credores não têm capacidade de ter acesso ao patrimônio do devedor no caso de inadimplência. Porém, caso o governo se comporte em default, sua credibilidade no mercado internacional será afetada, e, conseqüentemente, o seu acesso ao mercado de crédito pode ser comprometido no longo prazo. A capacidade de honrar os compromissos financeiros é um fator crucial e determinante neste mercado, o que faz com que as variáveis políticas tenham um papel tão importante quanto às variáveis econômicas.

1.2 Fatores determinantes ao *rating*

Os elementos exatos que tem influência na nota de crédito atribuída aos governos são incertos. Mellios e Paget-Blanc (2006) fazem uma análise pelo método do

² CANTOR, R. and PACKER, F. *Sovereign Credit Ratings*. Federal Reserve Bank of New York, 1995

componente principal e identificam treze fatores importantes. Destes, seis são apontados como significativos para o *rating* soberano através de uma comparação entre os obtidos por uma regressão por mínimos quadrados e um modelo de regressão de logística ordenada.

A renda per capita, renda do governo, variações na taxa de câmbio real apresentam um efeito positivo sobre o *rating*, enquanto que a taxa de inflação tem um efeito negativo. Já o histórico de default de um país também é determinante para essa análise. A corrupção pode ser interpretada como uma variável econômica por mostrar o caráter de desenvolvimento do país, mas pode ser interpretada também como uma variável política, já que sinaliza a qualidade do governo.

Os fatores como a renda per capita e a renda do governo tem influência direta na capacidade de pagamento da dívida. Um aumento nessas variáveis implica em um aumento na base tributária tornando o país mais apto a quitar suas dívidas. A taxa de câmbio avalia a competitividade comercial da economia no mercado internacional. Esta influencia o setor de exportações à medida que uma valorização cambial incentiva a importação e prejudica as exportações, pois os preços dos produtos nacionais se tornam mais caros em moeda estrangeira. No longo prazo, um país que importa mais do que exporta deve gerar um déficit comercial. Este déficit deverá ser então, financiado. Um país que se encontra no cenário descrito pode ser avaliado negativamente pela incapacidade de manter o equilíbrio no Balanço de Pagamentos.

O efeito negativo da taxa de inflação no *rating* advém do fato que um aumento na inflação representa uma piora na qualidade da gestão econômica. Quando o governo parece incapaz de pagar suas despesas orçamentárias por meio da emissão de dívida ou impostos, este deve recorrer à inflação como forma de se financiar. A inflação pode gerar instabilidade política à medida que gera insatisfação pública. Baixas taxas de inflação remetem a políticas monetárias e cambiais sustentáveis. O histórico de default de um país tem uma relação com a sua reputação internacional. Os países, geralmente, optam por renegociar a dívida ao invés de enfrentarem a inadimplência. O índice de corrupção é uma medida de risco político e afeta o *rating*, pois pode reduzir a pretensão de pagamento da dívida.

Os resultados obtidos em Mellios e Paget-Blanc (2006) sugerem que quanto mais desenvolvido e competitivo for o país, melhor será o seu *rating* quando comparado a países emergentes. Acredita-se que países que apresentam, ainda, baixos níveis de inflação e endividamento externo têm uma probabilidade de *default* menor, obtendo assim uma melhor classificação de risco das agências.

1.3 Os resultados da economia brasileira

O Brasil começou a ser avaliado pelas principais instituições classificadoras no início da década de 90. No começo, as empresas avaliadas eram subsidiárias de empresas multinacionais. Apenas em um período posterior que um *rating* soberano foi atribuído à República Federativa do Brasil. A Tabela 3 apresenta a classificação de *ratings soberanos* proporcionada pelas agências Moody's e Fitch Ratings no período de 1995 a 2010.

Tabela 3 - *Ratings* para a República Federativa do Brasil 1995-2010

Ano	Moody's	Fitch
1995	B1	B+
1996	B1	B+
1997	B1	B+
1998	B2	B+
1999	B2	B
2000	B1	BB-
2001	B1	BB-
2002	B2	B
2003	B2	B+
2004	B1	BB-
2005	Ba3	BB-
2006	Ba2	BB
2007	Ba1	BB+
2008	Baa3	BBB-
2009	Baa3	BBB-
2010	Baa2	BBB-

Fonte: Moody's e Fitch Ratings

Com base na tabela acima se pode avaliar que ambas as agências “caminharam” juntas nos últimos anos, atribuindo *ratings* similares à economia brasileira. A melhoria na avaliação do país está relacionada a uma economia mais equilibrada. Nota-se que ambas as agências avaliaram o Brasil na categoria grau de investimento a partir de 2008. No período anterior a 2008, as notas apresentam uma diferença um pouco maior, mas o seu distanciamento não é significativo.

2. O investimento estrangeiro direto e seus determinantes

A integração econômica decorrente do processo de globalização apresenta aspectos microeconômicos. As empresas buscam novos mercados além das suas fronteiras originais de forma a expandir ao máximo a sua atuação. A internacionalização dessas firmas torna necessária uma reestruturação do sistema produtivo nacional. A estratégia de investimento é feita, aqui, com base na competitividade das filiais estabelecidas em diversos países ao redor do mundo. Uma análise permitirá avaliar o local que apresenta melhores vantagens e condições econômicas a um investimento.

É considerado investimento direto estrangeiro pela Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Econômico (OCDE) aquele que detém uma participação no capital de no mínimo 10% e pode, ainda, exercer influência sobre a gestão da empresa em questão. Sendo assim, o investidor estrangeiro apresentará um controle parcial ou até total da firma receptora. O investimento estrangeiro direto se caracteriza por ser concebido em uma perspectiva de longo prazo sobre a economia do país no qual se está investindo.

O IED irá variar de acordo com as expectativas de rentabilidade do investimento em cada país receptor. Atualmente, a baixa restrição à mobilidade de capital é uma característica marcante do cenário econômico internacional. Esta, combinada às variações na rentabilidade relativa de um investimento, pode resultar em uma realocação da produção para países mais competitivos.

Na análise de Amal e Seabra (2005), dentre os elementos analisados para explicar a decisão de IED, o risco político e a liberdade econômica apresentam grande significância. O caráter eficiente de uma instituição compensa o problema de assimetria de informação à medida que reduz custos transacionais, tornando o mercado mais transparente, e garante meios legais para a solução de controvérsias, trazendo um ambiente de estabilidade jurídica. Outro fator importante analisado neste trabalho é a influência da integração de um país emergente em termos de acordos regionais. Países da América Latina associados às organizações de comércio se caracterizam por atrair mais IED. A atração de novos investimentos estrangeiros diretos esteve relacionada ao Tratado de Assunção, popularmente conhecido como Mercosul, em 1991. O acordo assinado por Brasil, Paraguai, Argentina e Uruguai, instituía um mercado comum e

tinha como objetivo o avanço na integração comercial e também na complementação das estruturas produtivas entre os países-membros. Os resultados mais significativos em termos de IED ocorreram no setor automotivo, como resultado da compensação do comércio bilateral entre Argentina e Brasil.³ A livre entrada de produtos brasileiros no mercado argentino dificultava o crescimento deste setor. Por consequência, a Argentina impôs barreiras, fazendo com que os principais fabricantes de automóveis instalassem suas fábricas nos dois países.

Em Gregory e Oliveira (2005) são apresentadas diversas características determinantes na atração de investimento estrangeiro direto: tamanho do mercado doméstico; recursos naturais; disponibilidade de fornecedores locais e um bom clima para os negócios; infra-estrutura e capital humano; liberdade para operar; manutenção de contratos; perspectivas de crescimento e elevação de índices de produtividade; eficiência e transparência burocrática; ambiente econômico, político e regulatório estável; proteção dos direitos de propriedade intelectual; ética e integridade comercial; eficiência e transparência burocrática; e estabilidade cambial.

Apesar de parecerem relacionados à economia do país apenas, alguns desses fatores estão diretamente ligados à capacidade de produção da empresa no novo mercado. É o caso, por exemplo, da perspectivas de crescimento e elevação de índices de produtividade. As empresas transnacionais estão em busca de menores custos ao redor do mundo, logo irão instalar suas filiais em um local que mais se aproxime do cenário desejado. Espera-se que a empresa seja capaz de crescer à medida que a economia do país também cresça. Logo, países com maior propensão ao crescimento apresentam maiores chances de atrair investimento estrangeiro direto.

Outros aspectos citados por Gregory e Oliveira (2005) apresentam uma relação indireta com a produção e capacidade do investidor estrangeiro de obter sucesso. A liberdade para operar, por exemplo, está relacionada ao controle que os investidores desejam ter das suas próprias estratégias. Logo, países em que a legislação trabalhista não limita o poder dos sindicatos e não proporciona flexibilidade são considerados menos vantajosos. Pode-se citar também, nesse contexto, a estabilidade cambial. Esta é considerada uma questão importante avaliada na economia do país receptor, pois o

³ CEPAL (2004) "*Investimento estrangeiro na América latina e no Caribe*". Documento informativo, 2004.

investimento e o retorno são realizados em Dólares, no entanto a receita ocorre em moeda local. No caso do Brasil, em Real. Para que seja feita a remessa de lucros é necessária a conversão. Caso ocorra uma desvalorização cambial, um mesmo valor de lucro em Reais resultará em uma quantia menor em Dólares recebidos pelo investidor mediante o envio ao exterior. Outro resultado de uma desvalorização é a elevação de preços. Quando isso ocorre, o governo tende a aumentar as taxas de juros internas, o que, por sua vez, ocasiona uma redução da atividade econômica. As empresas não têm incentivos a investir, o desemprego aumenta, enquanto o consumo e a renda diminuem. A dívida pública e o risco de se investir no país também aumentam. Assim, o que de fato importa é se o câmbio será mantido e não o patamar em que se encontra no momento do investimento.

2.1 O Brasil e o IED

A partir dos anos 1980 observou-se um intenso avanço tecnológico no ramo da informática e nos meios de comunicação, que resultou em uma globalização da economia. Como resultado desse processo houve uma expansão do comércio internacional e, por conseguinte, um aumento no fluxo de capitais.

Na década de 1990, o Brasil passou por mudanças estruturais com o objetivo de atingir uma maior abertura comercial e a desregulamentação do mercado interno. Os investimentos na área de serviços, principalmente energia, telecomunicações e transportes, eram poucos e o setor se encontrava em uma situação precária. A saída encontrada pelo governo de Fernando Henrique Cardoso foram reformas econômicas como a quebra dos monopólios estatais nas áreas de comunicação e petróleo e o fim das restrições ao capital estrangeiro. A privatização de empresas se deu de maneira ampla e renovou a economia do país. Além disso, o Governo brasileiro renegociou também a sua dívida externa. Como consequência das medidas adotadas, o ambiente para a realização de investimentos estrangeiros no Brasil se tornava mais atrativo.

A Tabela 4 apresenta os fluxos de investimento estrangeiro direto medido em US\$ milhões anualmente para o Brasil, a América do Sul e o Mundo.

Tabela 4 - Fluxos de IED no Brasil e no Mundo 1995-2010

Fluxos de IED no Brasil, na América do Sul e no Mundo Em US\$ Milhões					
	Mundo	Brasil	Participação Mundial	América do Sul	Participação Sul-Americana
1995	3.381.328,78	47.886,62	1,42%	127.900,95	37,44%
1996	3.873.724,33	54.846,02	1,42%	155.376,54	35,30%
1997	4.452.997,74	69.721,50	1,57%	208.541,90	33,43%
1998	5.547.221,05	99.505,44	1,79%	251.282,89	39,60%
1999	6.757.555,88	102.330,70	1,51%	276.955,56	36,95%
2000	7.442.547,66	122.250,31	1,64%	309.120,55	39,55%
2001	7.468.968,47	121.948,39	1,63%	328.298,51	37,15%
2002	7.519.080,02	100.862,53	1,34%	273.248,24	36,91%
2003	9.372.828,51	132.818,12	1,42%	326.809,01	40,64%
2004	11.055.515,00	161.258,84	1,46%	373.195,45	43,21%
2005	11.524.868,65	181.344,35	1,57%	427.790,51	42,39%
2006	14.275.734,10	220.620,86	1,55%	494.484,19	44,62%
2007	17.990.069,17	309.667,99	1,72%	630.005,18	49,15%
2008	15.491.181,76	287.696,89	1,86%	637.596,63	45,12%
2009	17.743.407,77	400.807,74	2,26%	788.121,05	50,86%

Fonte: UNCTAD

Com base em uma análise dos dados apresentados, nota-se que no período compreendido entre 1995 e 1999, o IED mundial vinha crescendo de maneira rápida. O Brasil, por sua vez, acompanhava o fluxo internacional com uma participação de 1,42% em 1995, chegando a atingir 1,79% em 1998. Já em comparação aos outros países da América do Sul neste mesmo período, o Brasil tem uma participação maior. Em 1995, a participação brasileira no investimento estrangeiro direto atraído para a região era de 37,44%. Pode-se observar um declínio para os anos de 1996 e 1997, no entanto já em 1998 o país volta a crescer, atingindo o percentual de 39,60%.

Em Ribeiro e Sambatti (2003), a modernização da estrutura produtiva, em conjunto com as privatizações, foi responsável pelo aumento do fluxo de investimento estrangeiro direto para o Brasil neste período. Para atender a necessidade de importações advinda da demanda doméstica estagnada, as empresas precisavam reduzir custos e buscar novos mercados. Uma estratégia adotada para resolver esse impasse foi o abandono das linhas de produto com escalas de produção inadequadas ou com estrutura de custos não-competitiva.

Aprofundou-se ainda o processo de terceirização das atividades produtivas e elevou-se o conteúdo importado dos produtos a partir da substituição de fornecedores locais por externos. Ribeiro e Sambatti (2003) destaca também a contribuição do governo através da modificação da legislação relativa à remessa de capitais para o exterior. Como consequência, a matriz era capaz, agora, de obter uma maior integração com as filiais estabelecidas no Brasil. As restrições ao capital estrangeiro foram eliminadas de maneira gradual. Medidas, como as descritas, estão relacionadas a oportunidades melhores para a atuação de empresas multinacionais no país.

Em 1994, o Plano Real foi implementado com o objetivo de reduzir a inflação, que se encontrava ao redor de 50% ao mês no segundo trimestre de 1994. No primeiro semestre de 1995, a taxa mensal girava em torno de 1,7%. O Plano foi responsável também por melhorar o desempenho econômico do país. Em 1994, o setor industrial apresentava expansão de 7%, enquanto a agropecuária se encontrava no patamar de 7,6%, em função da safra recorde registrada de 80 milhões de toneladas de grãos. O setor de serviços, por outro lado, obteve a taxa mais baixa, 4%. A razão para tal era o fim da inflação, que antes contribuía para movimentações financeiras. A economia apresentou também taxas de crescimento satisfatórias. O Plano Real deu início ao cenário de estabilização, porém esta só seria viável mediante reformas na Constituição. Algumas mudanças propostas ao Congresso Nacional eram o fortalecimento do orçamento para recuperar as funções prioritárias do Governo; a reestruturação da Previdência Social e a abertura da economia ao capital privado, nacional e estrangeiro, em áreas em que a ocupação do setor público se dá de maneira ineficiente.

Em função de tais medidas, o país foi capaz de alcançar um cenário de estabilização da economia e favorável ao ingresso de IED. Através do gráfico 1⁴, vemos que o nível de investimento estrangeiro atraído para o país subiu a consideravelmente após a década de 1980.

⁴ Fonte: UNCTAD

Gráfico 1 - Ingresso de Investimento Direto Estrangeiro no Brasil 1980 a 2009



Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis em UNCTAD

Ao fim do processo massivo de privatizações no início do século XXI, em 2001 a trajetória de crescimento do IED foi revertida. A razão para a queda foi o cenário internacional, marcado pelo desaquecimento da economia e queda nas bolsas nos Estados Unidos. Fatores esses, que foram agravados pelos atentados terroristas em Setembro daquele ano e, em seguida, pelas fraudes descobertas nos balanços contábeis de grandes empresas. A volatilidade dos mercados e o aumento da incerteza em relação ao desempenho macroeconômico foram responsáveis pelo declínio observado no gráfico no período de 2001 a 2003.

A partir de 2004, o investimento estrangeiro direto tem um crescimento expressivo. As participações brasileiras em relação ao resto do mundo e à América Latina também se mostram maiores a partir desse período. Passado o período de privatizações, as conversões, que são transformações de obrigações externas em IED, ganharam uma maior importância a partir de 2001, representando 20% do ingresso em participação no capital. A questão, aqui, se encontra no fato das conversões não significarem novas entradas, e sim uma reestruturação do patrimônio. O volume destas

atingido em 2002 e em 2003 é um resultado, principalmente, da dificuldade das empresas em rolar suas dívidas.⁵

No período de 2006 a 2009, o investimento estrangeiro direto no país da um salto de US\$220,620.86 milhões para US\$400,807.74. O Brasil atinge, em 2009, um coeficiente de participação mundial de 2,26%, o maior observado desde 1995. Ao considerarmos a participação relativa à América Latina, esse percentual atinge o patamar de 50,86%, pouco mais da metade do IED destinado à região.

Através de uma análise setorial, podemos observar as atividades econômicas que mais atraíram investimento estrangeiro direto no período de 1995 a 2000, na tabela 5, e no período de 2001 a 2009, na tabela 6. Os dados estão divididos em duas tabelas de acordo com a metodologia do Banco Central do Brasil. Para a Tabela 5 consideram-se os recursos destinados a empresas que totalizaram mais de US\$ 10 milhões ao ano. Para o ano de 1995 foram utilizados os dados do Censo de Capitais Estrangeiros, realizado em 1996 e para os anos de 1999 e 2000 incluem-se conversões para investimentos diretos. Para a Tabela 6, a partir do ano de 2001 são considerados todos os ingressos de investimentos, ou seja, estes e as conversões de empréstimos e de financiamentos em investimento direto com base nos registros constantes, no módulo IED, do sistema (Registro Declaratório Eletrônico). As conversões em dólares foram realizadas às paridades históricas.

Tabela 5 - IED por atividade econômica 1995 a 2000

US\$ milhões

Atividade Econômica	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Agricultura, pecuária e extrativa mineral	2,22%	1,44%	2,98%	0,61%	1,53%	2,17%
Indústria	66,93%	22,70%	13,30%	11,89%	25,40%	16,97%
Serviços	30,85%	75,86%	83,72%	87,50%	73,07%	80,86%

Fonte: Banco Central do Brasil

Através da tabela 5, acima, podemos observar que a atividade econômica mais expressiva em 1995 era a indústria, atingindo um percentual de 66,93% do IED total. No entanto, já no ano seguinte há uma queda significativa, que é acompanhada por um declínio ainda maior. Em 2000, a indústria é responsável por 16,97% do IED total no Brasil. Ao comparar a indústria com o setor de serviços, pode-se notar uma inversão de

⁵ SÁ, Mauro Thury de Vieira *Investimento Direto Estrangeiro no Brasil: Um Panorama*. IEDI, 2006

papéis entre 1995 e 1996. Os serviços representam 30,85% do IED em 1995 e 75,86% em 1996. Esta participação cresce cada vez mais, chegando a atingir 87,5% em 1998. A agricultura, pecuária e extrativa mineral, por sua vez, é a atividade econômica que apresenta a menor participação no ingresso de IED no Brasil. Sua significância é, em média, de 1,83%, atingindo o máximo de 2,98% em 1997.

No período analisado pela Tabela 5, o setor primário é bem dividido. Inicialmente, a extração de minerais metálicos e a agricultura, pecuária e serviços relacionados são as atividades principais. Já em 1997, a extração de minerais metálicos representa 74% do IED relativo a este setor. A partir de 1998, a extração de petróleo e serviços correlatos se torna mais expressiva. A indústria brasileira, por sua vez, apresenta duas atividades, que se mostram significativas durante todo o período analisado: a fabricação de produtos químicos e a fabricação e montagem de veículos automotores, reboques e carrocerias. Estas atividades representam, em conjunto, 38,45% do IED atraído para a indústria. Por último, no setor de serviços tem-se um maior destaque atribuído aos serviços prestados principalmente às empresas a partir de 1995. Já no ano seguinte, as telecomunicações e a intermediação financeira ganham uma maior importância em explicar o IED atraído para esta atividade econômica. Pode-se afirmar também que a participação referente à eletricidade, água quente e gás está também entre as mais expressivas.⁶

A partir de uma análise da tabela 6, pode-se afirmar que a partir do ano 2000, o setor começa a ganhar destaque. No período compreendido entre 2002 e 2003, o crescimento do fluxo de IED para esse setor foi quase 3 vezes maior. A redução do processo de privatizações no Brasil resultou em um direcionamento para os segmentos exportadores como a agroindústria e a extração mineral. Apesar do cenário otimista, o ramo referente à agricultura, pecuária e extrativa mineral permanece como o de menor significância entre os três analisados.

⁶ Fonte: Banco Central do Brasil

Tabela 6 - IED por atividade econômica 2001 a 2009

US\$ milhões

Atividade Econômica	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Agricultura, pecuária e extrativa mineral	7,10%	3,40%	11,53%	5,29%	10,20%	6,13%	14,78%	29,61%	14,70%
Indústria	33,27%	40,23%	34,92%	52,84%	29,75%	39,33%	36,10%	31,93%	39,17%
Serviços	59,63%	56,37%	53,55%	41,87%	60,05%	54,54%	49,12%	38,46%	46,13%

Fonte: Banco Central do Brasil

A indústria e o setor de serviços apresentam uma maior competitividade, representada por um maior percentual de IED em relação ao total. O setor industrial, após 2000, apresentou um aumento na atratividade de IED nos anos seguintes, em termos percentuais, chegando a atingir 52,84% em 2004. Em 2004 os setores que mais atraíram IED foram a indústria alimentícia e de bebidas, em que se destacou a fusão entre a AmBev e a belga Interbrew. Paralelamente o setor de telecomunicações também teve o seu destaque, com a compra da Embratel pela operadora mexicana Telmex. No que diz respeito ao comércio varejista e ao setor de energia, a americana Wal-Mart comprou a cadeia de supermercados Bompreço e a empresa espanhola, Endesa, aumentou o capital em uma de suas filiais.

No período de 2001 a 2006, entre os setores que mais atraíram investimento estrangeiro direto destacaram-se o setor de fabricação e montagem de veículos automotores, reboques e carrocerias; a fabricação de produtos químicos e a fabricação de produtos alimentícios e bebidas. A partir de 2007, este último continua apresentando percentuais significativos. Outros setores que passam a absorver mais recursos externos são a metalurgia básica e a fabricação de coque, produtos derivados do petróleo e de biocombustíveis.

O contingente de investimento direcionado ao setor de serviços, após alcançar 81% em 2000, apresentou uma queda no seu percentual nos anos seguintes. Em 2004, chegou a atingir apenas 41,87%. Entre 2001 e 2003, o percentual ficou em torno de uma média de 56,52%. Dentre os setores de destaque para a atividade, o setor de telecomunicações continuou com a sua participação expressiva, sendo responsável por cerca de 38% dos fluxos destinados ao setor de serviços. O setor referente à eletricidade, água quente e gás também permaneceu no mesmo patamar. O IED destinado à intermediação financeira começou a decair a partir de 2003. No período entre 2007 e

2009, outros setores se destacaram. As atividades de serviços financeiros foram responsáveis por, em média, 25% do IED atraído para o setor de serviços, enquanto que o setor de telecomunicações, que apresentava crescimento, teve uma participação de apenas 2,24%.

A Tabela 7 apresenta o investimento estrangeiro direto por país de origem de recursos no período de 1995 a 2000. Com uma breve observação da mesma, pode-se afirmar que os países que apresentaram um maior investimento destino ao Brasil foram Estados Unidos e Espanha. Outros países como a França, Ilhas Cayman, Países Baixos e Portugal apresentam também um percentual significativo.

Tabela 7 - IED distribuído por país de origem dos recursos 1995 a 2000

Países	1995*	1996	1997	1998	1999**	2000**
	%	%	%	%	%	%
Alemanha	13,98	2,77	1,28	1,77	1,74	1,25
Argentina	0,94	0,39	1,22	0,49	0,32	0,38
Bélgica	1,34	1,45	0,89	4,08	0,23	1,29
Bermudas	2,05	0,44	1,57	0,23	0,88	1,06
Canadá	4,36	1,55	0,43	1,20	1,62	0,65
Coréia do Sul	0,01	0,83	0,60	0,23	0,17	0,08
Espanha	0,60	7,65	3,56	22,00	20,68	32,11
Estados Unidos	26,03	25,77	28,62	20,16	29,33	18,07
França	4,87	12,65	8,07	7,76	7,19	6,39
Ilhas Bahamas	1,22	0,97	1,96	0,62	0,54	0,60
Ilhas Cayman	2,14	8,55	22,09	7,77	7,67	6,81
Ilhas Virgens	2,16	4,71	1,06	0,67	0,72	0,77
Itália	3,02	0,16	0,37	2,78	1,48	1,63
Japão	6,38	2,51	2,23	1,19	0,99	1,29
Luxemburgo	0,98	3,79	0,38	0,49	1,05	3,44
Países Baixos	3,71	6,87	9,72	14,46	7,41	7,46
Panamá	1,62	8,80	5,90	0,66	0,33	0,07
Portugal	0,26	2,64	4,45	7,54	8,74	8,42
Reino Unido	4,47	1,19	1,19	0,55	4,60	1,32
Suécia	1,36	1,64	1,75	1,03	1,14	2,10
Suíça	6,75	1,42	0,53	0,93	1,47	1,03
Uruguai	2,10	1,06	0,37	0,35	0,15	0,67
Demais	9,66	2,17	1,74	3,03	1,55	3,12

Fonte: Banco Central do Brasil

* Dados do Censo de Capitais Estrangeiros, realizado em 1996.

** Inclui conversões para investimentos diretos.

Ao observarmos a evolução do ingresso de IED no Brasil provenientes destes países citados no período de 2001 a 2006, na Tabela 8, vemos que a Holanda aumentou expressivamente os recursos destinados ao país. Em 2000, o percentual de IED holandês no Brasil era de 7,46%, passando a 17,96% dois anos depois, em 2002. Já Portugal e Espanha tiveram um declínio em seu nível de IED, de 8,42% e 32,11% em 2000, para 1,35% e 6,81% em 2006, respectivamente. A França também experimentou um declínio em relação ao período anterior. Por último, as Ilhas Cayman não se afastaram muito do patamar atingido no período entre 1995 e 2000. A média alcançada entre 2001 e 2006 foi de 8,80%, o que pode ser considerado próximo à 9,17%, média alcançada no período entre 1995 e 2000.

Tabela 8 - IED distribuído entre os principais países de origem dos recursos 2001 a 2006

Países	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ilhas Cayman	8,34%	8,28%	14,80%	7,51%	5,01%	8,88%
Espanha	13,15%	3,13%	5,51%	5,21%	5,67%	6,81%
Estados Unidos	21,22%	13,92%	18,47%	19,63%	21,58%	19,94%
França	9,09%	9,67%	6,40%	2,40%	6,78%	3,35%
Países Baixos (Holanda)	8,99%	17,96%	11,20%	38,02%	14,91%	15,72%
Portugal	8,04%	5,43%	1,56%	2,81%	1,55%	1,35%
Total	68,83%	58,38%	57,93%	75,57%	55,50%	56,05%

Fonte: Banco Central do Brasil

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

Em relação ao percentual total, Ilhas Cayman, Espanha, Estados Unidos, França, Holanda e Portugal representaram, no período analisado, os países que realizam mais investimento estrangeiro direto no Brasil. 68,83% do total do ingresso de IED no país são provenientes destes. Em 2004, esta participação cresceu para 75,57%, chegando a 56,05% em 2006.

Tabela 9 - IED distribuído entre os principais países de origem dos recursos 2007 a 2009

Países	2007	2008	2009
Ilhas Cayman	4,76%	3,54%	3,59%
Espanha	6,42%	8,63%	11,22%
Estados Unidos	17,92%	15,76%	16,02%
França	3,60%	6,51%	7,02%
Países Baixos (Holanda)	24,08%	10,54%	18,79%
Portugal	1,39%	2,34%	1,24%
Total	74,83%	64,67%	71,09%

Fonte: Banco Central do Brasil

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

A Tabela 9 estende a análise da Tabela 8 para o período compreendido entre 2007 e 2009. Com base na análise da Tabela 9, nota-se que o percentual de IED total com procedência dos países avaliados sofreu um aumento já em 2007, atingindo 74,83%. Em 2009, estes países representavam 71,09% do investimento estrangeiro total no Brasil. Ao considerar o desempenho individual de cada região, nota-se que os Estados Unidos apresentou um declínio em seu IED. Isso pode ser resultado da crise *subprime* que atingiu o país nesse período. A Holanda aumentou ainda mais a sua participação no IED, alcançando 24,08% em 2007.

3. Procedimentos econométricos

De maneira a tentar observar os fatores significantes que explicam o IED no Brasil, foi estimado o seguinte modelo econométrico:

$$dlnide_t = \beta_0 + \beta_1 lnide_{t-1} + \beta_2 lntrans_{t-1} + \beta_3 cres_pib_{t-1} + \beta_4 lnipca_{t-1} + \beta_5 rating$$

A variável $lnide_{t-1}$ é o logaritmo do ingresso total de investimento estrangeiro direto no Brasil, em U\$ milhões. Esta está expressa em relação ao período $t - 1$. A taxa de IED para o período $t-1$ foi adicionada à equação com base na idéia de que os investimentos possuem certo grau de inércia, ou seja, não são feitos em um único trimestre e sim em um prazo mais longo. Desta maneira, $lnide_{t-1}$ deve exercer influência em $lnide$. A variável dependente, como vista acima, está em primeira diferença. A justificativa para a utilização da mesma como variável dependente reside nos testes realizados de forma a inferir sobre a estacionariedade da série IED. Para atingir este objetivo foi realizado um teste de raiz unitária. O teste de Dickey-Fuller Aumentado testa a hipótese nula (H_0) de que a série possui raiz unitária (é não estacionária) contra a hipótese alternativa de que a série não é integrada, ou seja, estacionária. A seguir na tabela 10 são apresentados os resultados do teste.

Tabela 10 - Teste Dickey-Fuller Aumentado (ADF)

H_0 : $lnide$ tem raiz unitária	Valores críticos do teste	Estatística t	P-valor
Estatística do teste ADF		-2,689622	0,0811
	Valor Crítico: 1%	-3,531592	
	Valor Crítico: 5%	-2,905519	
	Valor Crítico: 10%	-2,590262	

Fonte: Elaboração própria com base nos dados utilizados na pesquisa

Como observado acima, a hipótese nula é aceita para os níveis de significância de 5% e 1%, no entanto esta é rejeitada para o nível de 10%, ou seja, apenas no último caso a série seria estacionária. Como os resultados do teste são inconclusivos, optou-se por utilizar a primeira diferença da variável. $dlnide_t$, é a primeira diferença entre o log do investimento estrangeiro direto no período t e o log do investimento estrangeiro direto no período $t - 1$: $dlnide_t = lnide_t - lnide_{t-1}$;

O saldo em transações correntes representa o somatório líquido da balança comercial; balança de serviços; rendas e transferências unilaterais correntes.⁷ Assim, o ingresso de recursos externos no Brasil sob a forma de IED pode ter importância no financiamento dos déficits em transações correntes. A série de transações correntes está descrita por $\lntrans_t - 1$ foi construída da seguinte forma: $\lntrans = \log(1 + \text{transações_correntes}/100)$, onde $\text{transações_correntes}$ é a série trimestral expressa como porcentagem do PIB;

cres_pib sinaliza a o crescimento do PIB nos últimos doze meses. A inclusão da série para PIB é justificada com base no argumento de que o investidor desejará avaliar o potencial de venda da sua produção. As mudanças no Produto Interno Bruto a cada trimestre não são tão importantes quanto à variação a cada quatro trimestres. A variável é expressa pela seguinte equação: $\text{cres_pib} = \log(\text{pib} + \text{pib}(-1) + \text{pib}(-2) + \text{pib}(-3)) / (\text{pib}(-4) + \text{pib}(-5) + \text{pib}(-6) + \text{pib}(-7))$, onde $\text{pib}(-x)$ é o PIB para a defasagem x do período t .

A inflação foi incluída na regressão como indicador de estabilidade econômica e sinalização para a qualidade do ambiente de negócios. Uma alta na inflação representa uma piora no cenário econômico do país. Esta está representada na equação acima como \lnipca_{t-1} . Como a série estava disponível em variações mensais, foi realizada a acumulação desta ao longo do trimestre de forma a obter a variação trimestral. $\lnipca = \log(1 + ipca/100)$, onde $ipca$ é a inflação para o período avaliado. Assim, o log da variação trimestral é a soma das variações mensais em log.

Por último, rating foi uma variável acrescentada para medir o efeito que os ratings , emitidos pelas agências Moody's e Fitch Ratings, têm sobre o IED. Esta foi construída da seguinte forma: para Moody's, $\text{rating} = b2 + 2*b1 + 3*ba3 + 4*ba2 + 5*ba1 + 6*baa3 + 7*baa2$, onde $b2$ é o menor rating atribuído ao Brasil, indicando um pior cenário econômico; e $baa2$ é o maior rating , o que, por sua vez, representa uma melhora na situação econômica do país e que, este, se encontra na categoria de grau de investimento. Já para a Fitch Ratings, $\text{rating} = b + 2*b_+ + 3*bb_- + 4*bb + 5*bb_+ + 6*bbb_-$, onde b é o menor rating soberano atribuído ao Brasil, colocando este na categoria de grau especulativo; e bbb_- é o melhor rating atribuído ao país, o que, por sua vez, o coloca na categoria de grau de

⁷ Fonte: Banco Central do Brasil

investimento. Apesar de as agências emitirem alguma sinalização ao longo do ano, o *rating* só é, de fato, efetivo mediante o comunicado anual. Como as outras séries analisadas têm periodicidade trimestral, a base de dados para o *rating* foi tratada desta forma também. Esta abordagem foi possível, pois o *rating* não sofre nenhuma variação ao longo do ano. Logo, considerando que o *rating* soberano para um determinado país é x para o ano 2011, por exemplo, o *rating* para todos os trimestres daquele ano será x .

Como a regressão utiliza séries temporais, há possibilidade de incorrer em um problema de endogeneidade, ou seja, o erro pode ser correlacionado com os regressores. No erro pode estar incluída qualquer variável relevante para explicação do IED, que, por sua vez, não foi incluída na regressão. De forma a atenuar este problema, as variáveis estão expressas para o período $t-1$. Nesse caso, sabe-se que uma variável incluída no erro para o período t , não será correlacionada com os regressores.

A partir do modelo definido, três regressões foram estimadas pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). A primeira, sem incluir a variável *rating*, e a segunda e a terceira, incluindo-a, de forma a observar se a mesma tem um efeito significativo para explicar o investimento estrangeiro direto. Note que para o segundo e terceiro caso foram usados os *ratings* das agências Moody's e Fitch, respectivamente.

Em relação às perspectivas para o modelo estimado, esperou-se que a variável $lnide_t$ respondesse positivamente a aumentos em $cres_pib_{t-1}$, $lntrans_{t-1}$ e *rating*, enquanto que para $lnide_{t-1}$ e $lnipca_{t-1}$, o coeficiente estimado esperado seria negativo.

3.1 Especificação e fontes de dados

A série referente ao investimento estrangeiro direto, à inflação e às transações correntes foram retiradas do IPEADATA. Os dados do PIB brasileiro são referentes à série histórica do PIB a preços de mercado. Sua fonte foi o Banco Central do Brasil. Os *ratings* foram emitidos pela agência classificadora de risco Moody's e tem como fonte a própria instituição.

Como a metodologia utilizada pelas agências Fitch Ratings e Moody's é semelhante e ambas promoveram o Brasil à categoria de grau de investimento no mesmo período, a regressão foi reproduzida utilizando os dados de ambas.

Todos os dados utilizados, com a exceção do *rating*, são trimestrais. O *rating* é revisado apenas anualmente, o que permite que ele seja estendido para uma periodicidade trimestral, dado que não há nenhuma variação entre um ciclo de avaliação e outro. As séries temporais utilizadas cobrem o período compreendido entre o primeiro trimestre de 1995 ao último trimestre de 2010.

É importante ressaltar que a análise dos determinantes do IED foi limitada pelo fato de que as variáveis explicativas utilizadas têm periodicidade trimestral. Outros regressores como, por exemplo, o nível de escolaridade da mão-de-obra no Brasil, poderiam ter sido utilizados de forma a medir a qualificação da população. No entanto, estas variáveis têm periodicidade anual ou decenal, o que impossibilitou a sua utilização. Para a operacionalização do modelo foi utilizado o software econométrico gretl (versão 1.9.5cvs).

3.2 Análise dos resultados

Na tabela 11 estão apresentados os resultados dos testes econométricos obtidos na estimação do modelo exposto anteriormente sem a inclusão da variável *rating* pelo método de MQO.

Tabela 11 - Modelo estimado para investimento estrangeiro direto sem a variável *rating* (MQO)

Variável dependente: d_inide				
Variáveis independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Razão t	P-valor
Constante	5,47230539	0,958754592	5,707722745	4,7486E-07
lnide_1	-0,6365426	0,112527938	-5,656751898	5,7289E-07
Intrans_1	-6,2430177	2,926010332	-2,133628031	0,03734863
cresc_pib_1	7,59843316	3,032810049	2,505410177	0,01522108
lnipca_1	-57,857311	15,45346935	-3,743969059	0,00043501
Média var. dependente	0,048655325		D.P. var. dependente	0,513464544
Soma resíd. quadrados	9,493572923		E.P. da regressão	0,415464098
R-quadrado	0,389681185		R-quadrado ajustado	0,345294362
F(4, 55)	8,779208762		P-valor(F)	1,48E-05
Log da verossimilhança	-29,82442618		Critério de Akaike	69,64885237
Critério de Schwarz	80,12057518		Critério Hannan-Quinn	73,74491883
rô	-0,128612316		Durbin-Watson	2,172177803

Fonte: Elaboração própria a partir dos resultados das regressões

Conforme pode ser observado na tabela 11, os coeficientes estimados são estatisticamente significantes. Os sinais correspondem ao esperado para as estimativas exceto pela variável *Intrans_1*. Pode-se observar uma relação negativa entre *lnide_{t-1}* e *dlnide_t* através do coeficiente estimado para β_1 , que é negativo. Como $dlnide_t = lnide_t - lnide_{t-1}$, temos que

$$lnide_t - lnide_{t-1} = \beta_0 + \beta_1 lnide_{t-1} + \beta_2 Intrans_{t-1} + \beta_3 cres_pib_{t-1} + \beta_4 lnipca_{t-1}$$

$$\text{Logo, } lnide_t = \beta_0 + (1+\beta_1) lnide_{t-1} + \beta_2 Intrans_{t-1} + \beta_3 cres_pib_{t-1} + \beta_4 lnipca_{t-1}$$

Como β_1 é, aproximadamente, -0,64, temos que $1+\beta_1$ é igual a 0,36. A partir do fluxo total de investimento estrangeiro direto no período t, 36% é continuação do IED feito no período anterior.

No caso das transações correntes, vemos que um aumento de 1% no saldo em transações correntes no período t-1 leva a uma redução na taxa de crescimento do IED de 6,24%. O raciocínio a ser seguido de maneira a explicar essa relação negativa é que o déficit em transações correntes pode significar que a produção no país não consegue suprir a demanda, ou seja, a demanda é maior do que a oferta. Neste contexto, o investidor vê uma oportunidade de aplicar o seu capital. Uma fábrica com um alto nível de exportação para um determinado país pode incorrer em vantagens ao iniciar a sua produção no mesmo, tendo assim custos mais baixos em transporte, por exemplo. Caso esta situação seja real para muitas empresas, o volume de importações será alto, o que sinaliza uma possibilidade de maior entrada de IED.

Um maior ingresso de IED pode ser demonstrado também através de um maior nível de empréstimos no exterior, dado que estes podem significar um maior investimento na indústria local por parte dos investidores externos. A tabela 12 foi elaborada de maneira a mostrar que a importância do IED em relação ao saldo em transações correntes aumentou após a década de 1990. A tabela em questão apresenta os valores para o saldo em transações correntes, o IED líquido, a necessidade de financiamento e a razão IED/Transações correntes.

Tabela 12 - Saldo em transações correntes e necessidade de financiamento 1996 - 2001 (em U\$ milhões)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Saldo em transações correntes	-23.502,10	-30.452,30	-33.415,90	-25.334,80	-24.224,50	-23.214,50
IED líquido	10.791,70	18.992,90	28.855,60	28.578,40	32.779,20	22.457,40
Necessidade de financiamento *	-12.710,40	-11.459,40	-4.560,30	3.243,60	8.554,70	-757,10
IED/Saldo em Transações Correntes	46%	62%	86%	113%	135%	97%

Fonte: Banco Central do Brasil

* Saldo em transações correntes mais investimento direto estrangeiro.

Em 1996 e 1997, o IED líquido foi responsável por financiar apenas 46% e 62% do déficit em transações correntes, como pode ser visto pela razão descrita, IED/Saldo em Transações Correntes. Nesse período, o déficit era financiado não só pelo IED, mas também pelos capitais de portfólio e pelos empréstimos e financiamentos externos.⁸ A partir de 1998, este percentual já tem um crescimento, chegando a atingir 86%.

A crise financeira asiática, em 1997, teve como consequência a saída de capital especulativo do país e também a contração do financiamento externo, fazendo com que o investimento estrangeiro direto se tornasse ainda mais importante. No período entre 1999 e 2001, o ingresso de IED esteve em média de U\$ 28 milhões e foi suficiente para o financiamento do déficit.

Na tabela 12.1, a análise é estendida para o período de 2002 a 2007. Pode-se observar que, em 2002 e 2003, o ingresso de IED no Brasil sofreu um declínio, porém a razão IED/Saldo em transações correntes se mostra significativa em função da redução do déficit como resultado de uma melhora na balança comercial.

Tabela 12.1 - Saldo em transações correntes e necessidade de financiamento 2002 - 2007 (em U\$ milhões)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Saldo em transações correntes	-7.636,60	4.177,30	11.679,10	13.984,70	13.642,60	1.550,70
IED líquido	16.590,20	10.143,50	18.145,90	15.066,30	18.822,20	34.584,90
Necessidade de financiamento *	8.953,60	14.320,80	29.825,00	29.051,00	32.464,80	36.135,60
IED/Saldo em Transações Correntes	217%	243%	155%	108%	138%	2230%

Fonte: Banco Central do Brasil

* Saldo em transações correntes mais investimento direto estrangeiro.

A partir de 2003, o Brasil passou a ter um superávit no saldo em transações correntes. Isto pode ser explicado por um aumento das exportações, de forma que as importações sofram uma queda ou permaneçam em um mesmo patamar. Pode-se observar através da tabela 12.1, que ainda que o Brasil esteja em um cenário econômico favorável, a relação IED/Saldo em transações correntes permanece expressiva. Em 2007, o valor atingido para este coeficiente foi de 2230%.

Ao avaliar a regressão expressa na tabela 11 ainda, nota-se que o crescimento do PIB tem uma relação positiva com a taxa de crescimento do IED. Um aumento no PIB no período t-1, ou seja, um aumento nos doze meses anteriores ao período avaliado, tem como resultado uma taxa de crescimento do fluxo de investimento estrangeiro direto para o país maior. O crescimento do PIB está relacionado a uma melhora na economia

⁸ JÚNIOR, Antônio José Medina Lima *Determinantes do Investimento Direto Estrangeiro no Brasil*. UFMG, 2005

de um determinado país. Assim, o investidor estrangeiro deseja direcionar o seu capital a países que apresentam um potencial de crescimento maior, de forma que o retorno do investimento possa corresponder ao desejado.

A inflação é um indicador de estabilidade econômica. Na tabela 11, esta apresenta uma relação negativa com a taxa de crescimento do IED. Uma inflação baixa acompanhada de um crescimento do produto interno sinaliza uma economia aquecida. De acordo com o tratamento feito para os dados, um aumento em *lnipca-1* expressa um aumento na taxa de inflação média daquele trimestre. Logo, caso esta aumente, o fluxo de investimento estrangeiro direto no período seguinte será menor.

Os investidores observam países com uma economia estável, que apresentam crescimento e, também, certa pressão de demanda. Entretanto, esta pressão deve ser controlada, de forma que não seja sinal de uma crise. Para avaliar a possibilidade de uma crise futura causada por estas razões, os investidores olham para o *rating*. Assim, a inclusão do *rating* se torna relevante na regressão.

Com a finalidade de avaliar se a variável *rating* exerce influência na determinação do IED, foram estimados dois modelos utilizando esta como variável explicativa, de acordo com o especificado anteriormente. No primeiro modelo demonstrado na tabela 13, os *ratings* emitidos pela agência de risco Moody's foram levados em consideração.

Tabela 13 - Modelo estimado para investimento estrangeiro direto com rating (Moody's)

Variável dependente: d_Inide				
Variáveis independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Razão t	P-valor
constante	6,40566094	0,949545601	6,746027719	1,06E-08
lnide_1	-0,785558	0,116477699	-6,744278095	1,07E-08
Intrans_1	-10,204316	3,041263989	-3,35528794	0,0014565
cresc_pib_1	6,03393595	2,88403962	2,092182058	0,041138
lnipca_1	-54,256915	14,50074727	-3,741663351	0,0004444
rating	0,09927325	0,033275955	2,983332723	0,0042739
Média var. dependente	0,048655325		D.P. var. dependente	0,513464544
Soma resíd. quadrados	8,150249659		E.P. da regressão	0,388497811
R-quadrado	0,476040185		R-quadrado ajustado	0,427525387
F(5, 54)	9,812267742		P-valor(F)	1,04E-06
Log da verossimilhança	-25,24743192		Critério de Akaike	62,49486384
Critério de Schwarz	75,06093121		Critério Hannan-Quinn	67,41014359
rô	-0,108393768		Durbin-Watson	2,146986361

Fonte: Elaboração própria a partir dos resultados das regressões

Através da observação da tabela 13, podemos afirmar que em relação aos coeficientes e aos sinais destes estimados na tabela 11, os resultados não sofrem grande variação, para o primeiro caso, e permanecem os mesmos, para o segundo. A variável *rating* adicionada ao modelo é estatisticamente significativa e apresenta uma relação positiva com o IED. Sendo assim, um aumento no *rating*, ou seja, uma melhora na classificação do país tem como consequência um maior fluxo de IED atraído para o país. É válido ressaltar que os testes foram realizados para o Brasil apenas, logo, ainda que seja razoável, não se pode afirmar que esta hipótese é válida para qualquer economia ao redor do mundo.

A tabela 14 apresenta os resultados obtidos na estimação do modelo apresentado utilizando os *ratings* atribuídos pela agência Fitch Ratings ao Brasil. A variável *ratingF* representa as notas obtidas pelo país e a sua determinação foi descrita em detalhe ao início da seção.

Tabela 14 - Modelo estimado para investimento estrangeiro direto com rating (Fitch Ratings)

Variável dependente: d_inide				
Variáveis independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Razão t	P-valor
constante	6,415469076	0,944886962	6,789668323	9,04E-09
lnide_1	-0,798243835	0,117397336	-6,799505529	8,72E-09
Intrans_1	-10,50702524	3,061406122	-3,432091275	0,00115641
cresc_pib_1	5,568340804	2,902320944	1,918582029	0,060330063
lnipca_1	-54,62022363	14,43595783	-3,783623107	0,000389114
ratingF	0,124407878	0,040649425	3,060507688	0,003438167
Média var. dependente	0,048655325		D.P. var. dependente	0,513464544
Soma resíd. quadrados	8,090256849		E.P. da regressão	0,387065332
R-quadrado	0,479896977		R-quadrado ajustado	0,43173929
F(5, 54)	9,965116765		P-valor(F)	8,59E-07
Log da verossimilhança	-25,02578951		Critério de Akaike	62,05157903
Critério de Schwarz	74,6176464		Critério Hannan-Quinn	66,96685878
rô	-0,095671551		Durbin-Watson	2,114534204

Fonte: Elaboração própria a partir dos resultados das regressões

Ao observar a tabela 14, nota-se que o modelo estimado não sofreu muitas mudanças quando em comparação àquele da tabela 13, utilizando *ratings* emitidos pela Moodys. A presença da variável *ratingF* também se mostra estatisticamente significativa e tem uma relação positiva com o IED.

A comparação dos três modelos nos mostra ainda que a inclusão da variável *rating* tem como resultado uma maior significância estatística para os coeficientes estimados. O R-quadrado encontrado no primeiro modelo é menor do que aquele

encontrado nos dois modelos subseqüentes. O R-quadrado encontrado não é excessivamente alto, o que permite dizer que a regressão não é espúria.

O *rating* tem como utilidade, então, a demonstração do grau de estabilidade da economia. Assim, os testes aqui realizados se diferenciam daqueles em Campos et al (2007) e Junior (2005), onde a inflação tinha sido responsável por capturar este efeito. A significância do coeficiente estimado para o *rating* mostra a sua influência na decisão dos investidores internacionais, podendo até capturar o grau de confiança nas instituições do país.

Em síntese, de acordo com os resultados estimados, fica claro que, os regressores utilizados são determinantes do IED. O saldo em transações correntes e a inflação com uma relação inversa, enquanto o IED no período anterior, o crescimento do PIB e o *rating* possuem uma relação positiva. Este resultado apresentado para o período de 1995 a 2010 evidencia o fato de que políticas que assegurem o crescimento econômico brasileiro, de forma que este possa ser sustentado ao longo dos próximos anos, em conjunto com políticas comerciais, acabam por incentivar um maior fluxo de investimento estrangeiro no país.

Conclusão

O objetivo deste trabalho foi o de analisar alguns determinantes comuns ao ingresso de investimento estrangeiro direto no Brasil e ao *rating* e, também, a existência de uma relação direta entre estes para o período compreendido entre 1995 a 2010.

A hipótese considerada durante o estudo foi que os investimentos diretos estrangeiros eram atraídos ao país devido, em grande parte, a um bom cenário macroeconômico, que estava refletido, também, no *rating*. Estes fatores seriam a razão para as empresas multinacionais alocarem suas atividades no Brasil. Os coeficientes estimados para os regressores foram estatisticamente significativos e apresentaram os sinais esperados, com a exceção do saldo em transações correntes. Constatou-se que as variáveis às quais os ingressos de IED apresentam maior sensibilidade são a taxa de inflação brasileira, o saldo em transações correntes e a taxa de crescimento do PIB. Em contraponto, os fluxos de IED para o Brasil apresentaram uma menor sensibilidade a alterações taxa de crescimento do IED defasada de um período e no *rating*.

Ao longo da década de 1990, a participação brasileira em relação ao investimento direto estrangeiro na economia mundial foi se tornando cada vez mais significativa. Neste processo de expansão do IED, é importante destacar que a principal forma de crescimento deste foram as fusões e aquisições ou por conta da privatização dos serviços públicos ou da venda de empresas privadas locais. Além disso, também foi constatado, ao longo do período analisado, um aumento da participação do setor de serviços como principal atrativo ao investimento externo.

As agências de risco avaliam inúmeras características na economia de um país na atribuição do *rating* soberano. O Brasil foi classificado como grau de investimento pelas agências Moody's e Fitch Ratings desde 2008. Os dados observados neste trabalho e o modelo estimado nos permitem afirmar que uma melhora no *rating* tem como resultado um maior fluxo de investimento externo para o país. Entretanto, isto não nos permite afirmar que esta situação é sustentável no longo prazo. É necessária uma combinação de políticas comerciais e econômicas favoráveis de forma a manter o alto ingresso de IED no país.

Referências Bibliográficas

AMAL, M. and SEABRA, F. *Determinantes do Investimento Direto Externo (IDE) na América Latina: Uma Perspectiva Institucional* XXXIII Encontro Nacional de Economia - Anpec. 2005

BANCO CENTRAL DO BRASIL <http://www.bcb.gov.br>

CAMPOS, Antônio Carvalho et al *Determinantes dos investimentos diretos estrangeiros no Brasil, 1980-2004*. Rev. econ. contemp., Abr 2007

CANTOR, R. and PACKER, F. *Sovereign Credit Ratings*. Federal Reserve Bank of New York, 1995

CEPAL (2004) *“Investimento estrangeiro na América latina e no Caribe”*. Documento informativo, 2004. Disponível em:
http://www.eclac.org/ddpe/noticias/documentosdetrabajo/3/20933/inversion2004_port2.pdf. Acesso em 10 de junho de 2011.

FRIEDMAN, Thomas L. *Foreign Affairs; Don't Mess With Moody's*. NY Times, 1995

IPEADATA <http://www.ipeadata.gov.br>

JARAMILLO, L. and C. TEJADA, *Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?* IMF Working Paper, 2011

JAYME JUNIOR, F.G. *Investimento direto estrangeiro e implicações macroeconômicas no Brasil*. Análise Econômica, Porto Alegre, v.26, n.49, p.87-114, mar. 2008

JÚNIOR, Antônio José Medina Lima *Determinantes do Investimento Direto Estrangeiro no Brasil*. UFMG, 2005

MELLIOS, C. and PAGENT-BLANC, E. *Which Factors Determine Sovereign Ratings?* The European Journal of Finance, Volume 12, Número 4, Junho 2006.

RIBEIRO, M. and SAMBATTI, A. *Uma análise sobre os fluxos de investimento externo direto e sua distribuição setorial no Brasil a partir da década de 1990*

SÁ, Mauro Thury de Vieira *Investimento Direto Estrangeiro no Brasil: Um Panorama*. IEDI, 2006

UNCTAD <http://www.unctad.org>