

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O FLUXO DO INVESTIMENTO EXTERNO DIRETO

VIVIANE XAVIER PIRES

MATRÍCULA: 9314334-7

ORIENTADOR: J. EDUARDO DA R. VELHO

DEZEMBRO 1997

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

ÍNDICE:

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO	5
CAPÍTULO II - O PLANO REAL E A ESTABILIZAÇÃO	7
CAPÍTULO III - MEDIDAS LIBERALIZANTES E A ATRAÇÃO DO INVESTIMENTO.....	16
CAPÍTULO IV - FLUXO DO INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO	23
CAPÍTULO V - CÍCLO DA DÍVIDA.....	34
CAPÍTULO VI - DINÂMICA BRASILEIRA	46
CAPÍTULO VII - CONCLUSÃO.....	53
BIBLIOGRAFIA.....	54

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO

O Plano Real, introduzido em 1994, conseguiu estabilizar as taxas inflacionárias que beiravam o patamar médio de 40% ao mês do referido ano. Entretanto, a estabilidade de preços veio às custas do desequilíbrio das contas externas brasileiras. O desequilíbrio das contas externas é um fator muito delicado, não só para o Brasil como para todos os países emergentes, pois os tornam totalmente dependentes de financiamento externo; variável esta que foge ao controle interno. Mais importante do que a entrada de capital em grande quantidade é a entrada de capital de qualidade, para que possamos de alguma forma tornar mais estável nosso fluxo de financiamento.

O investimento externo direto é a forma mais segura de financiarmos nosso déficit em transações correntes, não só por ser pequena a probabilidade de sua saída imediata, mas por permitir que algumas das variáveis de atratividade do capital externo sejam mais favoráveis, como é o caso da dinâmica da relação dívida/exportações. Além

disso, o investimento direto dá condições para que nosso passivo externo líquido tenha mais tempo para reverter sua trajetória, atualmente crescente.

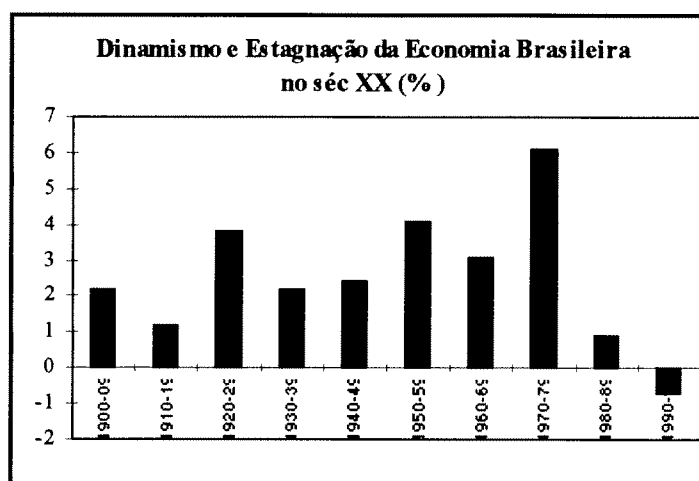
O presente documento pretende explicar através de um modelo, o modelo do ciclo da dívida, importância do investimento externo direto para dar mais estabilidade aos fluxos externos. Será feita uma adaptação no modelo para incluir o investimento externo direto como variável. O capítulo 5 fará a descrição do modelo, enquanto que o capítulo 6 adaptará o modelo à realidade brasileira.

Iniciaremos o documento fazendo uma abordagem do Plano Real, seus pontos positivos e negativos correlacionando-o à importância do investimento externo direto na economia. O terceiro capítulo apontará as principais medidas tomadas pelo Brasil para facilitar a entrada e saída do capital externo, promovendo, portanto, a entrada maciça de capitais nos anos 90. O quarto capítulo faz uma análise do fluxo de investimento externo direto no mundo, especificamente América latina, com destaque para o Brasil.

CAPÍTULO II – O PLANO REAL E A ESTABILIZAÇÃO

No período precedente ao Plano Real, as taxas de inflação subiam descontroladamente e as taxas de crescimento do PIB sinalizavam uma relativa estagnação em determinados períodos. No entanto, se observarmos as taxas históricas de crescimento do Brasil podemos constatar um quadro marcante de nossa economia. Verifica-se, com clareza, pelo GRÁFICO 2.1, que a economia brasileira, durante o séc XX, apresentou vocação para o crescimento. As taxas de crescimento mais elevadas se situaram nas décadas de 50, 60, e 70, enquanto que o baixo crescimento dos anos 80 e 90 constituiu um comportamento atípico no desenvolvimento do país. Podemos observar, no QUADRO 2.1, que no período 1990-1945, o PIB per capita cresceu mais do que em todos os países selecionados. No pós-guerra até o final dos anos 80, a média de expansão do Brasil é próxima a da Alemanha e maior que a dos EUA e Grã-Bretanha. Em relação aos outros países latino-americanos, o dinamismo do Brasil é nítido.

GRÁFICO 2.1



QUADRO 2.1.

Período	BRASIL		EUA		GRÃ BREITANHA		ALEMANHA	
	PIB	PIB per capita	PIB	PIB per capita	PIB	PIB per capita	PIB	PIB per capita
1900-45	4,5	2,4	2,9	1,5	1,2	0,8	2,1	1,5
1946-89	6,1	3,4	3,5	2,2	2,4	2,1	4,3	3,5

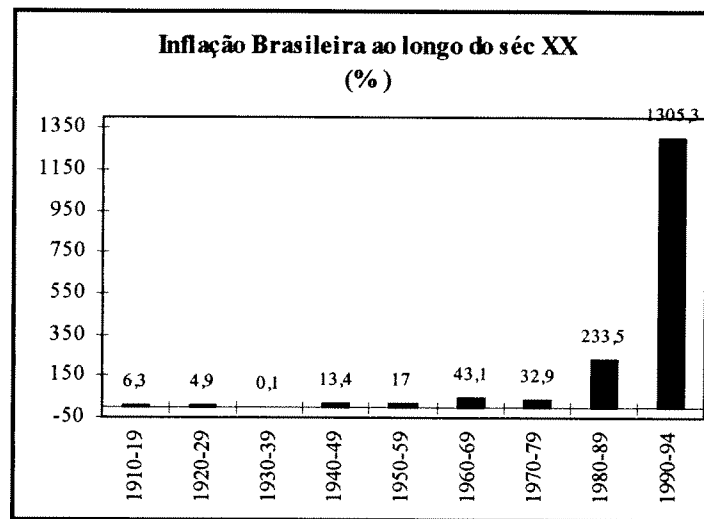
Período	JAPÃO		MÉXICO		ARGENTINA		CORÉIA DO SUL	
	PIB	PIB per capita	PIB	PIB per capita	PIB	PIB per capita	PIB	PIB per capita
1900-45	2,8	1	2,6	1,2	3,9	1,2	1,8	0,1
1946-89	6,1	6	5,3	2,3	2,6	1	7,6	5,5

Fonte: Brasil: 1900-46: IBGE(1987); 1947-85: FGV; 1986-94: IBGE; demais países: Maddison(1982)

Podemos concluir que o Brasil apresentou, efetivamente, um trajetória de crescimento ao longo do séc XX. O mais interessante seria, então, que o país conseguiu atingir elevadas taxas de crescimento em conjunto com um histórico de inflação elevada. Pelo GRÁFICO 2.2, podemos analisar o comportamento da inflação durante o século atual e verificar que ela vem se incorporando a cada período, até que explode de forma

abrupta nas últimas décadas.

GRÁFICO 2.2



Apesar de estudos empíricos apontarem para uma correlação negativa entre inflação e crescimento no longo prazo, podemos observar que o Brasil conseguiu conciliar, por períodos relativamente longos, expansão da produção com desorganização do sistema de preços. Essa peculiaridade do caso brasileiro foi beneficiada pelo amplo processo de indexação desenvolvido no país, que fez com que a inflação se arraigasse nos hábitos e costumes da população e, ainda, que esta aprendesse a conviver e tirar vantagens dela. No entanto, o Brasil começou a apresentar sintomas de fracasso tendo em vista as bases frágeis de seu desenvolvimento. A estagflação se instalou no país, em particular, no início da década de 80. As taxas de crescimento da produção se encontravam cada vez mais baixas, e as taxas de inflação cada vez mais altas.

Era necessário reverter rapidamente esta situação. A cultura inflacionária, somada a crise fiscal do Estado, sugeria que não seria nada simples combater a inflação e retomar o crescimento. No entanto, já era a hora de tentar colocar o país de volta a sua

rota de crescimento, para que a partir daí, se tomasse o rumo em direção ao crescimento sustentado.

Diversos planos de estabilização foram implementados em busca deste ideal, porém, acompanhados de uma série de frustrações. Destes planos, apenas seus fracassos nos foram úteis. Percebeu-se que programas de estabilização demandam tempo e devem envolver fases sequenciais, além de exigirem mudanças institucionais profundas e equilíbrio das contas públicas.

É dentro deste contexto, e do aprendizado de políticas econômicas passadas, que surge um novo programa de estabilização: o Plano Real. Com o Real, criou-se as condições necessárias para uma inflexão na trajetória da política econômica e superação da estagflação.

O Plano Real considerou um ponto bastante relevante para a obtenção de uma estabilização sustentada, que foi o ajuste fiscal. O maior obstáculo a ser vencido por qualquer plano de estabilização é a volta da espiral inflacionária, a qual pode ser evitada com um ajuste fiscal consistente. Sem o ajuste fiscal, a queda da inflação traz de volta a própria inflação, via uma piora nas contas públicas.

O Plano permitiu, em sua fase inicial, uma queda brusca da inflação. Levando em consideração a cultura inflacionária com a qual a população brasileira estava acostumada a viver, não fica muito difícil imaginar o que estava por vir.

Obviamente, os maiores beneficiados com a queda da inflação foram aqueles que, na época de inflação alta, não tinham meios de proteger o poder de compra de seu dinheiro. Esta parcela da população pagava grande parte do imposto inflacionário e, com a redução brusca deste, tiveram um aumento bastante significativo de sua renda disponível. Caminhávamos assim para o BOOM de consumo amplamente verificado nos anos iniciais do Plano.

Outros fatores contribuíram para o BOOM de consumo acima mencionado. O baixo endividamento familiar somado ao aumento do crédito no período e, ainda, a antecipação das compras dado as expectativas pessimistas de uma possível reversão da situação no curto prazo (herança de experiências anteriores desastrosas), também contribuíram para impulsionar o consumo nesta fase inicial.

Se por um lado a demanda foi impulsionada, por outro, a oferta pouco se mexeu. Os juros altos acompanhado da insegurança quanto a real solidez do Plano fizeram com que os setores produtivos postergassem seus investimentos. Tínhamos um número enorme de novos e incansáveis consumidores, enquanto que a oferta interna pouco se movia.

Uma característica importante do Plano foi o controle inflacionário baseado na âncora cambial, o que levou invariavelmente a uma valorização real do câmbio. Desta

forma, as exportações ficavam menos competitivas e a importação relativamente mais barata.

Claramente podemos verificar que tudo se encaminha para a mesma direção. Por um lado, a demanda superaquecida e sem contrapartida na oferta interna, e por outro, a valorização do câmbio tornando as importações ainda mais atraentes, sem esquecer de mencionar o processo de Liberalização Cambial que já havia se iniciado no país. Estes fatores abriram caminho para a conhecida “Farra dos Importados”.

O crescimento elevado das importações em ritmo significativamente superior ao das exportações gerou um forte aumento no déficit na conta de transações correntes de 0,3% do PIB (1994) para 2,5% (1995). Logo, este déficit excedente exigiria mais capitais externos para seu financiamento, fato este que contribuiria para aumentar nossa dependência externa para equilibrar o Balanço de Pagamentos. A estabilidade de preços, juntamente com a valorização da moeda nacional, provocou uma reversão da trajetória do saldo comercial, que até outubro de 94 se encontrava com sinal positivo.

Assim, a demanda aquecida, uma característica do período out/94 à mar/95, precisava ser contida para atenuar a pressão sobre as contas externas e, também, sobre os preços que estavam sendo afetados pela restrição da oferta interna. É dentro deste contexto que o governo lança mão de medidas restritivas no âmbito do crédito doméstico.

Encontramos aqui mais um conflito gerado pela estabilidade de preços. O comportamento do setor externo, frente à estabilização e à abertura, induz à adoção de medidas que comprometem as perspectivas de crescimento da economia.

A contenção da demanda é, sem dúvida, uma medida inibidora do crescimento. No entanto, algumas medidas de contenção são mais eficientes do que outras. Geralmente, medidas fiscais que afetassem o excesso de absorção da economia seriam mais eficientes do que medidas de política monetária. No entanto, dado a característica de rigidez dos gastos públicos, devido às contas de juros e de pessoal e, ainda, a impossibilidade de aumentar os impostos no mesmo ano fiscal, este tipo de medida se tornou inviável. Desta forma, foram utilizadas medidas de contenção de crédito para freiar a expansão da demanda.

O que podemos concluir, dentro deste contexto da economia brasileira, é que estabilidade é condição necessária mas não suficiente para que o país retorne ao crescimento. A inflação já está controlada, e, agora, o que interessa é colocar o Brasil de volta a sua rota de crescimento. A vocação ao crescimento que caracterizou o país por grande parte do sécXX precisa ser recuperada para que, a partir daí, tomemos o rumo do crescimento sustentado.

Crescer é essencial para qualquer economia. Atingir boas taxas crescimento em um período e, ainda, manter este nível de crescimento é a meta de qualquer País. Atingir esta meta, no entanto, demanda tempo; e tempo custa dinheiro.

As políticas que buscam preparar o terreno para o crescimento devem estar de acordo com a situação e as necessidades de cada país. O Brasil possui alguns pontos vulneráveis e são exatamente estes pontos que essas políticas devem atacar.

De forma rápida podemos identificar os pontos mais frágeis do país, do ponto de vista do crescimento. A oferta, que em pouco acompanhou o crescimento da demanda pelos motivos já mencionados e que precisa ser estimulada a aumentar a produtividade; a situação fiscal, que precisa ser atacada de forma mais precisa para que a estabilidade seja confiável no longo prazo; e, ainda, as contas externas, pressionadas pelos vultuosos números das importações e crescimento deficiente das exportações, o que afeta diretamente a confiança dos investidores quanto à manutenção do câmbio, e, portanto, de seus retornos.

Portanto, para o país poder crescer, a política de ofertas seria uma das medidas necessárias. Esta política se caracterizaria por, inicialmente, estimular a Poupança e, conseqüentemente, o Investimento. Aumentar a produtividade da economia seria um ponto de alta relevância, pois contribuiria, diretamente, para a redução do Custo Brasil. Além disso, políticas setoriais seriam necessárias para estimular os setores estratégicos da economia. Medidas deste tipo são a base para um crescimento de longo prazo, que gera aumento do emprego e da produção na economia.

As Reformas Institucionais, por sua vez, permitirão que a estabilização, definitivamente, se concretize. As Reformas promoverão um ajuste fiscal, com redução do déficit fiscal e dos juros. Desta forma, a taxa de investimento aumentaria gerando um aumento da oferta e, conseqüentemente, da competitividade. Com o aumento da oferta interna, passaríamos a uma posição menos dependente do setor externo, o que, desafogaria o Balanço de Pagamento, dando maior credibilidade e solidez ao país.

Pelo o que podemos observar, essas medidas não são muito triviais. Até que possamos obter e sentir os resultados, demanda tempo; e é este tempo que representa perigo. Durante esse período de tempo, nossa conta de transações corrente continuará deficitária, o que equivale dizer que o futuro da estabilidade continuará ameaçado. Para atingir nossos objetivos de crescimento sustentado, é preciso garantir o financiamento do nosso Passivo Externo Líquido pelo período necessário à consolidação das reformas. Garantia de financiamento, somente com capital de longo prazo; seria imprudente basear nosso financiamento externo em capital de curto prazo.

Enquanto que o capital que entra com objetivos de curto prazo nos permite atender nossas necessidades mais imediatas, o capital que entra com objetivos de mais longo prazo nos permite ultrapassar os limites impostos pela estabilização e alcançar nossos objetivos mais ambiciosos. O *Investimento Externo Direto* seria mais que uma garantia de financiamento, seria uma garantia de maior sustentabilidade.

CAPÍTULO III - MEDIDAS LIBERALIZANTES E A ATRAÇÃO DO INVESTIMENTO

Os acontecimentos dos últimos 10 anos confirmam que, ao contrário do que supunham as teorias de desenvolvimento econômico das décadas de 50 e 60, os capitais internacionais não necessariamente se deslocam apenas em busca de lucratividade potencial. Buscam lucratividade efetiva e liberdade de movimentação, o que depende de estabilidade política, institucional, e de boa qualidade de administração econômica, fatores de oferta escassa em muitos países em desenvolvimento.

Desde os períodos mais remotos da história até os dias de hoje, profundas transformações caracterizaram as relações internacionais, e o sistema financeiro não poderia deixar de acompanhar este movimento. Nas últimas décadas do séc XX, o sistema financeiro internacional presenciou 3 fenômenos importantes: a Globalização Financeira, a Liberalização Cambial e a vulnerabilidade externa.

Com a Globalização Financeira, houve uma maior integração entre os sistemas financeiros nacionais, acirramento da concorrência internacional e avanço do processo de internacionalização da produção de serviços financeiros. A Liberalização Cambial surge no contexto da Globalização através de um maior acesso ao mercado de divisas (convertibilidade) ou através da própria formação de preço, ou determinação da taxa de câmbio, que pode depender das forças de mercado ou da própria interferência governamental. Maior liberalização significa maior liberdade de operação das forças de oferta e demanda no mercado de câmbio e, através da convertibilidade, permite a perfeita mobilidade de capitais. Neste contexto de integração mundial, nos deparamos com a vulnerabilidade externa de alguns países, determinada pela baixa capacidade de resistência destes frente à influência de fatores desestabilizadores externos, principalmente em economias em desenvolvimento que experimentaram os padrões de inserção internacional.

Diante de todas essas transformações nos padrões internacionais, o Brasil precisava mudar. Era necessário que o país acompanhasse as novas tendências e, como era de se esperar, passou por um processo de Liberalização Cambial. Este processo é de extrema importância do ponto de vista do efeito que exerce sobre o movimento de capitais e, portanto, sobre a entrada de capital estrangeiro no país, seja sobre a forma de capital especulativo, seja sobre a forma de investimento direto. Uma análise deste processo é de extrema importância se queremos estudar a presença, hoje, deste capital no país.

O processo de Liberalização Cambial no país foi feito de forma gradual. Baseou-se em políticas cambiais discricionárias, de forma que, as formações da taxa de câmbio dependem, exclusivamente, dos objetivos de política econômica, sejam eles manter a competitividade das exportações, acumular reservas ou combater a inflação.

O ano de 1988 marca o primeiro passo do Brasil em direção à liberalização. Neste ano foi criado o segmento de câmbio de taxas flutuantes para transações relativas a viagens internacionais. A criação deste segmento de câmbio foi o início de um processo amplo e profundo de liberalização cambial regulamentado pelo Banco Central do Brasil. Posteriormente, em 1989, foram incorporadas neste segmento operações anteriormente proibidas, como por exemplo, viagens de negócios, despesas com educação e saúde, uso do cartão de crédito internacional e transferências unilaterais. Desta forma, o mercado de câmbio flutuante proporcionou maiores facilidades para investimentos brasileiros no exterior e, ainda, permitiu a ampliação de limites de operações cambiais.

Em 1990, foi criado o segmento de câmbio livre o que caracterizou um sistema de câmbio dual. A liberalização cambial no Brasil surge, portanto, em um contexto de um regime de câmbio dual.

O mercado de câmbio passa a ser mais acessível a partir do lançamento de algumas medidas como, por exemplo, a autorização aos bancos comerciais a operarem

no segmento flutuante, em 1989, e o aumento dos limites de posição comprada e vendida dos bancos autorizados a operarem neste mercado.

O aumento significativo da oferta de divisas no país pode ser explicado por 2 fatores basicamente. O primeiro diz respeito a não identificação do vendedor nas operações do segmento flutuante. O aumento da oferta de divisas, neste caso, era oriunda, não somente do mercado paralelo, mas também de depósitos brasileiros no exterior. Desta forma, criou-se um mecanismo formal que funcionava como uma “ponte”, tanto para o mercado paralelo quanto para o retorno de capitais brasileiros no exterior, o que caracterizou uma mobilidade quase perfeita entre o mercado paralelo e o sistema oficial de câmbio.

O segundo fator que explica o aumento da oferta de divisas no país se refere à criação do chamado mecanismo CC5, o qual envolveu um significativo aumento da mobilidade de capital entre o país e o exterior. Este mecanismo permite que não residentes abram contas (em moeda nacional) no país, os chamados *Depósitos de Domiciliados no Exterior*, e tenham livre movimentação destas. A movimentação destas contas pode ser feita para compra de dólares no segmento flutuante com o propósito de remessa para o exterior. Através deste mecanismo, houve um estímulo à repatriação do capital e ao investimento externo, seja de não-residentes no Brasil, seja de brasileiros no exterior. Neste sentido, a liberalização cambial significou uma maior mobilidade de capitais.

Para entendermos melhor o movimento de entrada de capitais no país não podemos nos basear somente nas medidas que estimularam a mobilidade e facilitaram sua entrada, é preciso analisarmos, também, os fatores que facilitaram sua saída.

Neste sentido, podemos destacar um conjunto de medidas que facilitaram a remessa de divisas para o exterior e, portanto, estimularam a liberalização do movimento de capitais. Dentre as medidas podemos mencionar a eliminação de imposto de renda suplementar sobre remessa de lucros e dividendos, redução do imposto pago sobre remessas de 25% para 15%, maiores facilidades administrativas para remessas, e revogação da proibição de pagamento de royalties e assistência técnica entre matriz e filial.

O movimento de capitais é estimulado também pelo lado da demanda por divisas, o que se verificou no país através de regras que incentivaram o investimento de brasileiros no exterior. Dentre as principais regras podemos citar a possibilidade de pessoas jurídicas não-financeiras adquirirem imóveis no exterior através do mercado flutuante e a criação de Fundos de Investimentos no Exterior. Através destes últimos, bancos múltiplos, comerciais e de investimentos, corretoras e distribuidoras poderiam administrar fundos no exterior, desde que sua carteira possuisse no mínimo 60% de títulos de dívida externa brasileira.

Apartir de maio de 1991, houve uma expansão extraordinária da entrada de investidores internacionais no mercado de capitais brasileiro e do lançamento de títulos

denominados em moeda estrangeira (bônus, commercial papers e export notes) por parte de empresas brasileiras.

O aumento das captações se deu pela maior mobilidade internacional de capitais decorrente de liberalização financeira ocorrida nos países desenvolvidos desde o final dos anos 80, os avanços nas telecomunicações e na informática, e o desenvolvimento de serviços financeiros e produtos derivativos no mercado financeiro. Além disso, a política de juros altos, que resultou na elevação da margem de arbitragem, e, ainda, o baixo nível de endividamento das empresas brasileiras contribuíram para a maior captação externa via emissão de títulos e bônus.

A entrada de investidores internacionais no mercado brasileiro, por sua vez, se deveu ao excesso de liquidez internacional nos primeiros anos da década de 90 como resultado, em grande medida, da recessão que atingiu os países desenvolvidos neste período, à queda da taxa de juros internacional, e, também, à estratégia de diversificação dos investidores internacionais norte-americanos nos anos 90, que gerou significativo fluxo de capitais para países em desenvolvimento, principalmente, da América Latina.

A entrada de capital de risco nas bolsas de valores foi significativa e influenciada por alterações na regulamentação específica. Em 1991, foram feitas alterações na Resolução nº1289 (20 de março de 1987) do BACEN, que regulamenta o funcionamento de Sociedades de Investimento, Fundos de Investimento e Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários instituídos com base no capital estrangeiro. A Resolução nº1819 (24 de abril

de 1991) altera a regulamentação dos Anexos I, II e III da Resolução nº1289, dando maiores estímulos aos investidores estrangeiros. A medida mais importante foi a criação da Resolução nº1832 (31 de maio de 1991) que instituiu o ANEXO IV, o qual passou a fazer parte da Resolução nº1289, e regulamentou as aplicações em valores mobiliários por investidores institucionais estrangeiros, se tornando o principal mecanismo de entrada de capital estrangeiro nas bolsas de valores. Ainda, foi instituída a Resolução nº2028 (25 de novembro de 1993) que regulamentou os Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro.

Estímulos quanto à redução de restrições quanto à composição de carteiras, prazos mínimos de permanência no país e flexibilidade de movimentação do capital externo no mercado de capitais brasileiro, incluindo a possibilidade de operar com instrumentos de hedge com derivativos financeiros, explicam a entrada em massa do capital especulativo no país.

CAPÍTULO IV - FLUXO DO INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO

A expansão do investimento externo direto mundial acompanhou, de forma clara, a evolução da globalização nos últimos dez anos. O processo de expansão do investimento direto foi caracterizado por 3 fases. A primeira, entre 1979 e 1981, foi possível graças aos investimentos dos países produtores de petróleo; a segunda, entre 1987 e 1990, se restringiu apenas aos países desenvolvidos, enquanto que a terceira, a atual, é caracterizada pelo fato de que uma grande parte do fluxo, originário essencialmente dos Estados Unidos e Grã Bretanha, ser destinado aos países em desenvolvimento.

Para se ter uma idéia, em 1996, os países em desenvolvimento receberam um montante recorde de capital estrangeiro sob a forma de investimento externo direto. Do fluxo mundial de US\$346 bilhões, esses países ficaram com 41% (US\$141 bilhões). Isto representou uma evolução de 34% em relação ao ano anterior o que sugere um contexto internacional favorável para o financiamento dos déficits em conta corrente desses países.

O influxo maciço de capital externo nesses países foi determinado por fatores locais e globais. Mudanças de orientação nas políticas econômicas, que se direcionaram para medidas desestatizantes e de maior sintonia com o resto do mundo são fatores locais que atraíram e estimularam o influxo de investimentos. Do ponto de vista das raízes globais, estão as taxas de crescimento dos países desenvolvidos, especificamente os países que compõem o G-7, responsáveis por 72% do estoque de US\$2.7 trilhões de investimentos estrangeiros espalhados pelo mundo. Entre 1991 e 1993, a taxa de crescimento desses países foi de apenas 1.2% ao ano, enquanto que nos três anos seguintes a taxa de crescimento desses países duplicou. Conseqüentemente, o fluxo médio investido no exterior por todos os países do mundo passou de US\$210 bilhões anuais, naqueles três primeiros anos, para US\$318 bilhões em 1995, o que caracteriza o caráter cíclico do movimento de capitais.

Desde o início da década de 1990, o ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos na América Latina cresceu 30% ao ano em termos nominais, ou 26% ao ano, descontada a inflação em dólar. Se considerarmos o PIB consolidado, os fluxos líquidos em direção à região passaram de 1% em 1990 para 1.8% em 1996. O aumento do investimento direto tem acompanhado o aumento dos déficits em conta corrente destes países, favorecendo significativamente seu financiamento. Em 1996, mais de 3/4 desses desequilíbrios foram financiados por investimentos diretos, ou seja, capitais que entram com expectativa maior de permanência.

A maior parte do investimento que procura a América Latina se dirige para a indústria automobilística e a exploração de recursos naturais, ou resulta de programas de privatização, especialmente em setores de infra-estrutura. Investimentos em infra-estrutura, distribuição, serviços não financeiros e indústria automobilística constituem o grosso dos investimentos, enquanto que os serviços financeiros e imobiliários ainda são incipientes.

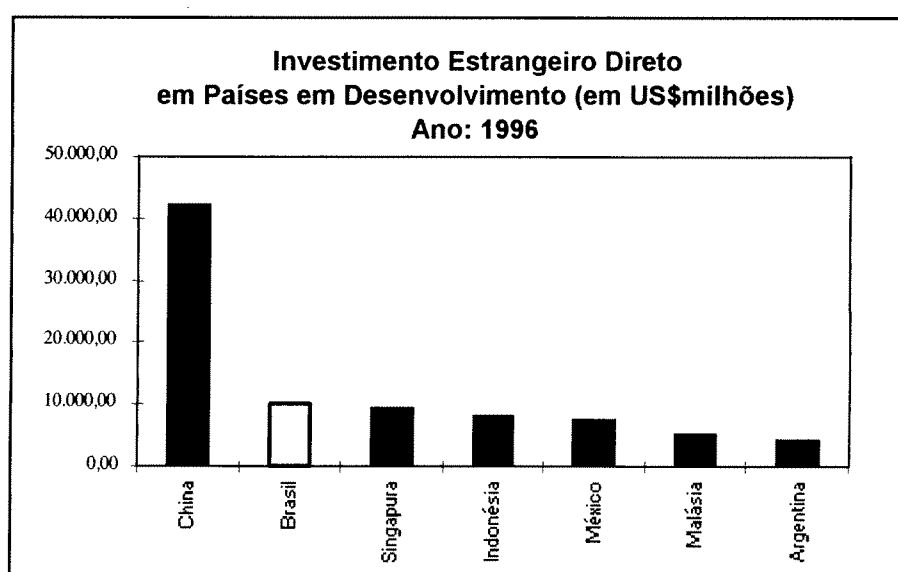
Se considerarmos as empresas multinacionais, verificamos que o investimento nas filiais estrangeiras, como forma de financiamento, atingiu US\$1.4 trilhão em 1996, dos quais um quarto (US\$349 bilhões) correspondeu a fluxo de investimento externo. Do total deste fluxo, US\$206 bilhões se destinaram aos países industrializados. De fato, o fluxo para países industrializados, este ano na cifra de US\$208 bilhões, continua a exceder de longe o fluxo para países em desenvolvimento, US\$129 bilhões (+34%), no entanto, o que é importante constatar é que este gap possui tendência declinante.

Dados recentes confirmam o aumento de investimentos diretos na América Latina. Segundo o relatório da Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (Unctad), o fluxo de investimentos externos diretos na América Latina e Caribe cresceu 52% em 1996, representando o maior aumento alcançado por qualquer região do mundo em desenvolvimento. A região foi responsável por 30% do ingresso de capital nos países em desenvolvimento em 1996 (US\$39 bilhões).

O principal investidor estrangeiro nesta região continua a ser os EUA. O estoque cumulativo de investimentos dos EUA no período de 1990 à 1995 chegou a quase US\$ 66 bilhões, sendo responsável por cerca de 58% dos investimentos cumulativos na América Latina. O Brasil é o país de maior concentração de capital dos EUA para a região.

Em 1996, o Brasil liderou o ranking de investimentos externos diretos na América Latina tendo absorvido US\$9.5 bilhões, o que representou um crescimento de 10% em relação a 1995, quando a cifra foi de US\$4.8 bilhões. Em relação aos países em desenvolvimento, o Brasil ficou atrás apenas da China, com US\$42.3 bilhões de investimento direto (vide GRÁFICO 4.1) . No ano de 1997, o fluxo de investimentos externos diretos deve crescer 50% em relação a 1996 e chegar a US\$15 bilhões. Somente até agosto, o influxo de investimento direto somou US\$10.2 bilhões, mais do que o montante absorvido durante todo o ano passado.

GRÁFICO 4.1



Considerando a estabilidade como um fator crucial no processo decisório de investimento de empresas multinacionais, fica fácil observarmos que a maior parte (entre 40% e 45%) dos investimentos diretos que o país recebeu foi oriundo de empresas multinacionais que já se encontravam no Brasil e que voltaram a investir. Não podemos deixar de mencionar a importância das privatizações como fator de captação de capital estrangeiro.

De forma mais detalhada podemos definir o perfil dos investimentos externos diretos no país e demonstrar a significativa modificação em sua distribuição setorial (Anexo 2).

Em 1996, o setor de serviços públicos foi o que mais absorveu investimentos diretos. Foram US\$ 2.3 bilhões de capitais estrangeiros na privatização (39% da total privatizado em diferentes esferas de governo). Os serviços públicos (eletricidade, telecomunicações e transporte ferroviário) absorveram, em 1996, 32% de todos os investimentos diretos no Brasil acima de US\$ 10 milhões (cerca de US\$ 2.5 bilhões). Assim, o setor de serviços, como um todo, foi responsável por 62% do total desses investimentos.

A Indústria de Transformação ficou com 24% do total, enquanto que agricultura e extrativismo responderam por apenas 1.3% dos fluxos de investimento no país.

Em termos de países, os EUA, conforme já mencionado, se destacaram como o principal investidor em 1996 com 26% do total, seguido da França com 13% (aquisição da Light). A Espanha aparece com terceiro maior investidor em 1996 (aquisição da CERJ e das ações da CRT) à frente da Alemanha, Japão e Holanda. A península ibérica respondeu por quase US\$ 800 milhões em 1996, ou 10% dos investimentos acima de US\$ 10 milhões. Ao analisarmos estes números constatamos que os investimentos dos países europeus, agregadamente, totalizaram quase US\$ 3 bilhões, posicionando o continente como o principal bloco investidor no Brasil em 1996 (Anexo 3).

Os gráficos nos ajudam a visualizar melhor as estatísticas:

GRÁFICO 4.2

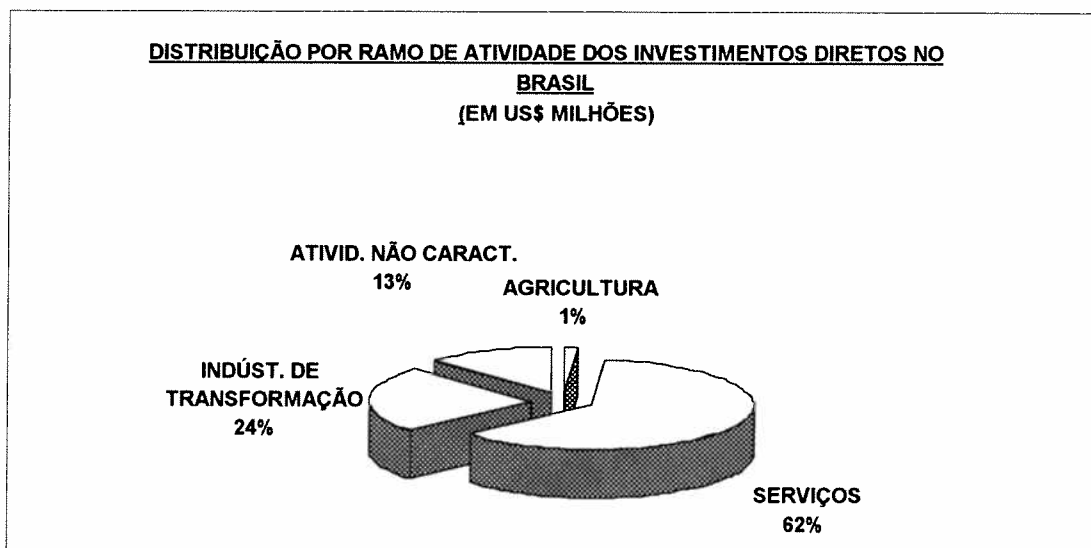
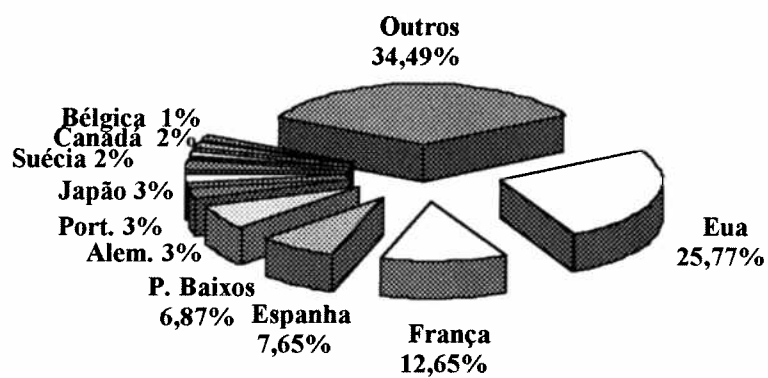


GRÁFICO 4.3

**DISTRIBUIÇÃO POR PAÍS DE ORIGEM DOS
INVESTIMENTOS DIRETOS NO BRASIL**
(EM US\$ MILHÕES)



ANEXO 1

RADIOGRAFIA DO INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO NO BRASIL

ITENS/ANOS	1996	1995	1994	1993	1992
1- Investimento Direto Bruto em Moeda Estrangeira	9.580,00	3.285,00	2.241,00	877,00	1.324,00
2- Investimento Estrangeiro Direto em Moeda Nacional	63,60	1.402,80	115,50	87,60	0,00
3- Investimento Direto em Mercadoria	26,60	6,50	11,80	20,00	29,00
4- Investimento Direto via Conversão de dívida	292,10	307,40	138,40	219,20	220,00
5- Reinvestimento de Lucros	447,00	200,00	82,90	98,80	175,00
6- Investimento Direto via Intercompanhia	1.578,00	1.133,00	632,00	1.064,00	871,00
7- Amortização Intercompanhias	355,00	402,00	454,00	487,00	390,00
8- Investimento Líquido via Intercompanhia (6-7)	1.223,00	731,00	178,00	577,00	481,00
9- Investimento Direto Bruto Total "Sem" Intercompanhias (1+2+3+4+5)	10.409,30	5.291,70	2.569,60	1.303,60	1.748,00
10- Investimento Direto Bruto Total "Com" Intercompanhias (1+2+3+4+5+6)	11.987,30	6.424,70	3.221,80	2.367,60	2.619,00
11- Repatriação Investimento Direto Moeda Estrangeira	(385,00)	(315,00)	(329,00)	(480,00)	(170,00)
12- Repatriação Investimento Direto Moeda Nacional	(135,40)	(847,90)	(289,00)	(100,10)	0,00
13- Repatriação Total do Investimento Direto (11+12)	(520,40)	(1.162,90)	(618,00)	(580,10)	(170,00)
14- Investimento Direto Total Líquido "Sem" Intercompanhias (9-13)	9.888,90	4.128,80	1.971,60	723,50	1.578,00
15- Investimento Direto Total Líquido "Com" Intercompanhias (10-7-13)	11.111,90	4.859,80	2.149,60	1.300,50	2.059,00
16- Investimento Direto Líquido em Moeda Estrangeira "Sem" Intercompanhias (1-11)	9.195,00	2.970,00	1.912,00	397,00	1.154,00
17- Investimento Direto Líquido Apenas em Moedas (estr. e nac.) "Sem" Intercompanhias (1+2-13)	9.123,20	3.614,90	1.738,50	384,50	1.154,00
18- Investimento Direto Líquido em Moedas + Mercadorias + Conversão, "Sem" Intercompanhias (BP) (1+2+3+4-13)	9.441,80	3.928,80	1.868,70	623,70	1.403,00
19- Remessa de Lucros ao Exterior	(3.841,00)	(3.501,00)	(2.883,00)	(2.051,00)	(649,00)
20- Lucros Recebidos do Exterior	1.468,00	911,00	400,00	220,00	75,00
21- Saldo Líquido de Remessa de Lucros (19-20)	(2.373,00)	(2.590,00)	(2.483,00)	(1.831,00)	(574,00)
22- Investimentos Brutos Brasileiros no Exterior	(1.677,30)	(2.928,10)	(1.505,90)	(1.549,60)	(164,00)
23- Repatriação de Investimentos Brasileiros no Exterior	1.753,80	1.368,50	468,90	455,80	27,00
24- Saldo de Investimentos Brasileiros no Exterior (22-23)	78,50	(1.559,60)	(1.037,00)	(1.093,80)	(137,00)
25- Saldo Líquido Total do Investimento Direto no Brasil (Moeda+Mercadorias+ Reinvestimento), "Sem" Intercompanhias (14-21-24)	7.592,40	(20,80)	(1.548,40)	(2.201,30)	887,00
26- Saldo Líquido Total em Moedas Estrangeiras e Nacional do Investimento Direto no Brasil (Moeda+Mercadorias+Reinvest.) "Sem" Intercompanhias (16-21-24)	8.868,50	(1.179,60)	(1.608,00)	(2.527,80)	443,00
27- Investimento Direto em Privatizações (BNDES/BACEN)	2.300,00	12,00	71,40	36,20	96,60
28- Participação da Capital Estrangeiro em Privatizações no Total do IDE Bruto em Moedas Nacional e Estrangeira, "Sem" Intercompanhias (27/(1+2))	23,85%	0,25%	3,03%	4,08%	7,30%
29- Investimento Direto via Fusões e Aquisições Majoritárias (inclui privatizações) (KPMG)	4.000,00	1.385,00	8,00	899,00	392,00
30- Participação do IDE via F&A no Total do IDE Bruto em Moedas Estrangeira e Nacional "Sem Intercompanhias" (29/(1+2))	41,48%	28,99%	0,34%	93,20%	29,61%

Fonte: SOBEET.

ANEXO 2

INGRESSOS DE INVESTIMENTOS DIRETOS DISTRIBUIÇÃO POR RAMO DE ATIVIDADE DA EMPRESA RECEPTORA (INGRESSOS PARA EMPRESAS QUE RECEBERAM INVESTIMENTOS ACIMA DE US\$ 10 MILHÕES)

PERÍODO:1996	EM US\$ MILHÕES
RAMO DE ATIVIDADE	INGRESSOS
Agricultura	23
Extração Mineral	73
Indústrias de Transformação	1843
Eleto-Eletrônico	296
Fumo	265
Siderurgia	184
Cimento	166
Peças e Acessórios para Veículos	159
Produtos Alimentares	143
Ind. Química de Base	128
Bebidas	92
Artefs. de Material Plástico	84
Metalurgia	61
Ind. Têxtil	60
Instrs. Óticos e Fotográficos	58
Ind. Mecânica	53
Veículos Automotores	33
Ind. de Prods. de Min. não Metálicos	29
Papel e Celulose	22
Prods. Farmacêuticos	10
Serviços	4749
Energia Elétrica	1800
Comércio em Geral	671
Telecomunicações	564
Bancos	335
Outras Inst. Financeiras	385
Holding-Controladoras de Participação	328
Seguros	148
Servs. Técnicos e Auditoria	140
Comércio Imobiliário	94
Distribuição de Gás (GLP)	80
Locação e arrendamento	70
Leasing	29
Servs. Técnicos de Reparação	20
Restaurantes e Assemelhados	19
Cursos Livres	19
Corretoras e Distribuidoras	18
Transp. Ferroviário	15
Entidades de Classe	14
Atividades não Caracterizadas	977
TOTAL	7665
TOTAL GERAL BRUTO EM MOEDA	9580

Fonte: SOBEET

ANEXO 3

INGRESSOS DE INVESTIMENTOS DIRETOS DISTRIBUIÇÃO POR PAÍSES

Período 1996 em US\$ Milhões	
Países	Ingressos
Eua	1975,38
França	969,94
Espanha	586,63
Países Baixos	526,77
Alemanha	212,02
Portugal	202,68
Japão	192,19
Suécia	126
Canadá	118,51
Bélgica	111,48
Suiça	108,78
Reino Unido	91,46
Uruguai	81,19
Coréia do Sul	63,33
Chile	49,75
Venezuela	40,59
Argentina	30,06
Austrália	18,1
Finlândia	15
Costa Rica	14,04
Itália	12,3
México	3
Hong Kong	1,7
Colômbia	0,65
Outros	2113,94
Total	7665,49
Total Geral Bruto Moeda Estr.	9580

Fonte: SOBEET

ANEXO 4

QUEM ATRAI MAIS INVESTIMENTO ESTRANGEIRO (Países classificados por volume de recursos)

1994		1995		1996	
Países	US\$ milhões	Países	US\$ milhões	Países	US\$ milhões
EUA	49.903,00	EUA	60.848,00	EUA	84.629,00
China	33.787,00	China	35.849,00	China	42.330,00
França	16.628,00	França	23.753,00	Reino Unido	30.053,00
México	10.972,00	Reino Unido	22.030,00	França	20.809,00
Reino Unido	10.300,00	Suécia	14.273,00	Brasil	9.500,00
Espanha	9.359,00	Austrália	14.251,00	Singapura	9.440,00
Bel/Lux	8.514,00	Holanda	10.766,00	Indonésia	7.960,00
Holanda	7.382,00	Bel/Lux	10.299,80	México	7.535,00
Canadá	7.299,00	Alemanha	8.940,00	Espanha	6.396,00
Suécia	6.241,00	México	6.963,00	Holanda	6.290,00
Singapura	5.480,00	Singapura	6.912,00	Austrália	6.043,00
Dinamarca	5.006,00	Espanha	6.118,00	Suécia	5.486,00
Malásia	4.342,00	Itália	4.878,00	Malásia	5.300,00
Suiça	4.104,00	Brasil	4.859,00	Polónia	5.196,00
Austrália	3.881,00	Hungria	4.519,00	Argentina	4.285,00
Brasil	3.072,00	Indonésia	4.348,00	Alemanha	3.851,00

Fonte: WIR - World Investment Reports 1997

ANEXO 5

INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO NA AMÉRICA LATINA (EM US\$ MILHÕES)

	1990	1995	1996
Argentina	1.836,00	2.950,00	3.200,00
Brasil	324,00	3.750,00	8.000,00
Chile	582,00	1.008,00	2.800,00
Colômbia	484,00	2.217,00	2.550,00
México	2.549,00	6.963,00	7.000,00
Peru	41,00	1.895,00	3.400,00
Venezuela	76,00	597,00	1.350,00
América Latina	6.899,00	21.554,00	30.835,00

Fonte: Cepal

CAPÍTULO V – CÍCLO DA DÍVIDA

Nos dias de hoje, a preocupação central, dado os níveis atingidos pela globalização, é quanto a probabilidade de um país enfrentar ataques especulativos. O ano de 1997, sinalizou, claramente, que nenhum país estaria livre de sair completamente ileso de uma eventual crise verificada em determinada região do mundo- Vide Sudeste Asiático.

A vulnerabilidade externa de alguns países tornou-se clara diante da crise, e com Brasil a coisa não foi muito diferente. A estabilidade inflacionária obtida às custas de valorização da taxa de câmbio, e sua conseqüente pressão sobre as contas externas, retratava esta situação. A estabilidade inflacionária não foi obtida sobre bases estruturais consolidadas. O déficit público e aprovação das reformas estruturais ficaram pendentes, o que tornava o Brasil um país bastante propício a um ataque especulativo. Em apenas um mês, o país perdeu US\$8.3 bilhões em reservas o que indicava que não estávamos em uma situação tão confortável como muitos afirmavam.

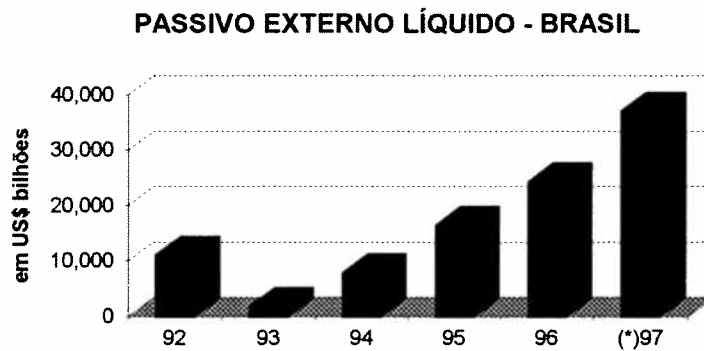
Um ataque especulativo está estritamente ligado a confiança que a situação político-econômica de um determinado país é capaz de transmitir aos investidores estrangeiros. Ao menor sinal de desconfiança quanto a estabilidade deste, o capital estrangeiro se desloca, ameaçando toda sua estrutura econômica, e, em particular, sua moeda.

Um país que possua altos déficits em conta corrente, como é o caso do Brasil, é extremamente vulnerável a ataques especulativos. Isto porque, sabe-se que a trajetória crescente deste déficit é aceitável por um prazo limitado, tendo em vista as pressões constantes no fluxo de capitais para seu financiamento.

O problema intrínseco do déficit em transações correntes está relacionado a sua capacidade de perpetuação. Com a entrada líquida de capitais autônomos para financiar o déficit em transações correntes, a despesa de juros dos empréstimos contraídos e a remessa de lucros e dividendos derivada dos investimentos externos realizados no país tendem a crescer, aumentando ainda mais o déficit em transações correntes e, conseqüentemente, sua necessidade de financiamento.

Desde 1994, o passivo externo líquido da economia brasileira vem apresentando uma trajetória ascendente, sem mostrar sinais consistentes de reversão no curto prazo (GRÁFICO 5.1). O crescimento do déficit em transações correntes aumenta a necessidade de financiamento adicional de capitais, ou seja, gera maior endividamento.

GRÁFICO 5.1



Para que nosso déficit não cresça em bola de neve, os capitais recebidos do exterior deveriam ser aplicados em projetos de investimento que gerassem exportações adicionais ou reduções de importações capazes de compensar os encargos de juros e de remessa de lucros. Além disso, é necessário desacelerarmos o crescimento do passivo externo líquido, para eliminarmos gradualmente nossa dependência externa do financiamento do déficit em transações correntes, e para que o Brasil não fique a mercê de ataques especulativos que exijam mudanças em sua política, em particular, a cambial.

Por não ter consolidado suas bases estruturais, o país precisa mostrar que reduzirá, ao longo do tempo, seu passivo externo líquido. Desta forma, torna-se interessante construirmos um modelo que avalie a dinâmica do crescimento do passivo externo líquido enfatizando a relação dívida/exportações, cuja variável torna-se relevante para os investidores externos analisarem a capacidade do país em pagar seus compromissos externos.

Certamente, o volume de entrada de investimento externo direto propicia o

financiamento de parte do déficit em conta corrente podendo beneficiar a capacidade exportadora do país e, conseqüentemente, sua geração de divisas. Assim sendo, a variável investimento externo direto é incluída no modelo, tendo em vista que a sua presença além de nos dar mais folga até que possamos reduzir nosso passivo externo líquido, é capaz de evitar oscilações bruscas no fluxo cambial que ameace um repentino crescimento da necessidade de financiamento do país.

O MODELO

(i) Passivo Externo Líquido (D) = Saldo devedor dos empréstimos contraídos do país no exterior - Saldo credor dos empréstimos concedidos pelo país no exterior - Estoque de capitais de risco investidos no país - Estoque de capitais de risco investidos pelo país no exterior - Obrigações de curto prazo no exterior – Saldo das reservas internacionais.

O aumento de D é o superávit dos movimentos de capitais autônomos e compensatórios, ou, em outras palavras, o déficit do balanço de transações correntes.

Assim, a redução de D está vinculada à redução do déficit comercial e da conta de serviços não fatores, ou seja, na geração de superávit no item de Transferência Líquida de Recursos para o Exterior. A redução do déficit comercial, por exemplo, contribui para a queda do valor do déficit em transações correntes. Desta forma, haverá menor necessidade de financiamento externo e, conseqüentemente, menores dispêndios de juros e remessa de lucros.

**(ii) Transferência Líquida de Recursos para o Exterior (H) = Saldo da
balança Comercial + Saldo do Balanço de Serviços não Fatores**

**Saldo em Conta Corrente = Balança Comercial + Balança Serviços Não
Fatores (H) + Balança Serviços Fatores + Transferências Unilaterais (RLEE)**

Para verificarmos a possibilidade da redução do déficit em transações correntes ao longo do tempo, definimos a equação da dívida (d):

(iii) Equação Temporal do Passivo Externo Líquido : $d = i.D - H$.

onde,

d é a derivada de D em relação ao tempo,

i é a taxa média de remuneração dos capitais externos,

iD representa a RLEE,

-H representa o hiato de recursos.

A equação é a base para definirmos as 6 fases cíclicas da dívida de um país de acordo com a evolução de seu Passivo Externo Líquido (D) e a Transferência Líquida de Recursos para o Exterior.

Fases	H	D	d	Classificação
I	-	+	+	Devedor Jovem
II	+	+	+	Dev. Intermediário
III	+	+	-	Devedor Maduro
IV	+	-	-	Credor Jovem
V	-	-	-	Cred. Intermed.
VI	-	-	+	Credor Maduro

Nota: Se $D > 0$ - Passivo Externo Líquido positivo (país devedor)

Se $D < 0$ - Ativo Externo Líquido positivo (país credor).

Na fase de devedor jovem, o país acumula déficit comercial (hiato de recursos) e aumento na remessa de juros para o exterior (déficit na balança de serviços fatores). Desta forma, a balança de transações correntes é deficitária se fazendo necessária a entrada de capital externo para compensá-la. Assim, o país devedor jovem acumula crescente passivo externo líquido.

Na fase de devedor intermediário, o país apresenta superávit na balança comercial (transfere recursos líquidos para o exterior), no entanto, a renda líquida que transfere para o exterior é ainda maior do que a transferência de bens. Deste modo, tem-se ainda déficit em transações correntes e a necessidade da entrada de capital estrangeiro. O passivo externo líquido deste país ainda é crescente ao longo do tempo.

O país na fase de devedor maduro, apresenta seu passivo externo líquido em fase de reversão. Seus saldos em transações correntes são agora positivos já que a transferência de bens e serviços para o exterior é maior do que a renda que é obrigado a transferir para fora.

Quando a fase de reversão se completa, a dívida se transforma em crédito e o passivo torna-se ativo externo líquido, neste momento o país é credor jovem. Nesta fase, os créditos se acumulam pela transferência de recursos e pela renda líquida recebida do exterior. O passivo externo líquido continua decrescendo.

Na fase do credor intermediário, o país volta a absorver recursos do exterior (hiato de recursos) mas o superávit nas transações correntes ainda persiste pois a renda enviada para o exterior é maior do que a absorção de recursos. Esta é a última das fases em que o país ainda possui ativos externos líquidos.

A fase do credor maduro é a fase na qual o país começa a se desfazer de seus ativos externos pois o hiato de recursos se torna maior do que a renda recebida do exterior, revertendo o superávit em conta corrente.

Ao analisarmos cada uma das 6 fases do ciclo da dívida, verificamos que em 3 delas, credores intermediários, credores maduros e devedores jovens, o país absorve

recursos líquidos do exterior, ou seja, importa bens e serviços não-fatores além do que exporta. Esta situação é bastante peculiar a cada uma das fases.

O credor intermediário pode absorver recursos líquidos do exterior pois está apenas absorvendo, como hiato de recursos, parte da renda líquida recebida de fora, enquanto que, os credores maduros estão apenas gastando parte dos ativos externos acumulados no passado. A situação se complica quando analisamos a situação do país devedor jovem. Neste caso, o país só pode permanecer deficitário enquanto houver quem se disponha a financiar seus hiatos de recursos, via capital de empréstimo ou de risco.

Desta forma, a entrada do capital estrangeiro é de extrema importância para os países que se encontram na primeira fase do ciclo e que, obviamente, pretendem passar para a fase seguinte, como é o caso do Brasil. Para que o país possa avançar para a fase de devedor maduro, é preciso que ele consiga sustentar seu déficit em conta corrente via entrada de capital externo.

Para que o capital externo tenha confiança em um determinado país, além dos aspectos qualitativos, como potencial de crescimento, é preciso que os aspectos quantitativos sejam favoráveis. A relação dívida/exportações é o parâmetro, do ponto de vista quantitativo, mais importante para os investidores pois é através desta que o investidor analisa a relação entre o passivo externo líquido do país e sua capacidade de gerar divisas, via exportação de bens e serviços não-fatores.

Dada a importância da relação dívida/exportação, devemos tentar entender sua dinâmica.

Dada a equação da dívida já definida anteriormente:

$$d = iD - H$$

Podemos escrevê-la da seguinte forma:

$$d/D = i - H/D = i - H/D \cdot X/X = i - h/z \quad (1)$$

onde,

$h = (H/X)$ indicando a fração das exportações transferidas para o exterior sob a forma de superávit comercial mais de serviços não fatores.

Definindo a relação dívida/exportações como: $z = D/X$ ou $D = z \cdot X$ temos:

$$\log_e D = \log_e z + \log_e X$$

Derivando em relação ao tempo:

$$\frac{\dot{d}}{D} = \frac{\dot{z}}{z} + \frac{\dot{X}}{X} = \frac{\dot{z}}{z} + x \quad (2)$$

Onde,

x é a taxa instantânea de crescimento das exportações,

z representa a derivada em relação ao tempo da relação dívida/exportação.

Igualando a equação (2) à equação (1), teremos a equação:

$$z = (i - x)z - h, \quad \text{a qual representa a dinâmica da relação dívida/exportações.}$$

A relação dívida/exportação crescerá ou cairá no tempo de acordo com o comportamento de h . O país devedor jovem, que possui hiato de recursos (h é negativo),

possui esta relação crescente. Visto que, quanto maior esta relação menos atrativo é o país aos olhos do investidor estrangeiro e considerando o fato que este depende do capital externo para sustentar seu hiato de recursos, compreendemos porque esta situação é pouco sustentável.

O que devemos compreender é que a partir de um certo ponto o país precisará que a relação dívida/exportação pare de crescer, ou em outras palavras que o déficit comercial mais serviços não fatores se reduza, para manter a credibilidade externa de que tanto depende.

Assim, é preciso que a partir de algum momento a relação dívida/exportação tenha tendência declinante, ou seja:

- $z \leq 0$, para isso é preciso que:

$$h \geq (i - x) z$$

Podemos definir, então, os cenários favoráveis e os cenários desfavoráveis da dinâmica da relação dívida/exportação.

Cenário Favorável : $(x - i) > 0$, a taxa de crescimento das exportações se mantém acima da taxa de juros internacional.

O devedor jovem é capaz de manter hiato de recursos sem que isto pressione a relação dívida/exportação, já que a taxa de expansão das exportações é suficientemente alta para compensar o efeito negativo do déficit comercial do período. O devedor jovem, neste caso, não precisa se apressar para mudar de fase.

Cenário Desfavorável : $(x - i) < 0$, a taxa de crescimento das exportações se mantém abaixo da taxa de juros internacional.

Neste contexto, é impossível que um país se mantenha como devedor jovem sem que sua relação dívida/exportação cresça. Para evitar o crescimento desta relação não basta que o país anule seu hiato de recursos, ou tenha superávit comercial, é preciso também que a fração das exportações transferidas para o exterior seja suficiente para anular a relação dívida/exportações. Ou seja, h deve ser, pelo menos, igual a $(i - x)z$. Para que um país finalmente se transforme em devedor maduro é preciso ainda que a transferência líquida para o exterior ultrapasse a renda líquida enviada para o exterior.

Podemos introduzir no modelo, uma variável (α) que nos permita captar o impacto da presença do capital externo, mais precisamente o capital externo direto, na relação dívida/exportações.

Introduzindo a nova variável no modelo, teremos:

$$z = (i - x)z - h - \alpha$$

para,

$$\alpha = (id - p).$$

onde,

α : Parâmetro de fluxo,

i_d : investimento externo direto,

p : investimento de portfólio.

O modelo acima ressalta que a presença do investimento direto contribui para amenizar as oscilações do fluxo cambial. Um aumento no ingresso de investimento direto relativamente ao investimento de portfólio reduz a relação dívida/exportação, tornando o país mais atrativo aos olhos do capital estrangeiro. Uma fuga maciça de capitais, decorrente de uma crise externa por exemplo, seria menos provável de ocorrer, o que manteria a necessidade de financiamento do país inalterada.

CAPÍTULO VI – DINÂMICA BRASILEIRA

Podemos adaptar perfeitamente o modelo e a dinâmica apresentados no capítulo anterior ao caso brasileiro.

Até o ano de 1994, o Brasil era considerado Devedor Maduro, ou seja, seu Passivo Externo Líquido possuía tendência decrescente, graças a um superávit na balança comercial, o que evitava um crescimento sustentado do déficit em transações correntes. A partir do segundo ano do Plano Real, o Brasil reverteu repentinamente sua condição de Devedor Maduro para Devedor Jovem, apresentando um Passivo Externo Líquido crescente e um saldo comercial negativo. O QUADRO 6.1 mostra o Ciclo da Dívida Brasileira.

QUADRO 6.1

CICLO DA DÍVIDA - BRASIL

d = I.D - H	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
D	11.066	1.874	6.949	17.394	24.411	34.411	50.411	34.411	26.411
H	11.681	7.382	4.486	-11.115	-15.017	-21.366	-16.322	-13.261	-9.478
i	3,93%	3,43%	5,07%	6,10%	5,58%	5,80%	6,00%	6,00%	6,00%
d	-11.246	-7.318	-4.134	12.176	16.379	23.362	19.347	15.325	11.062
Exportação	35.793	38.563	43.545	46.506	47.747	52.861	58.517	64.193	70.015
Importação	20.554	25.256	33.079	49.858	53.286	62.249	65.361	67.976	70.015
S.Comercial	15.239	13.307	10.466	-3.352	-5.539	-9.388	-6.844	-3.783	0
Classificação	Devedor Maduro	Devedor Maduro	Devedor Maduro	Devedor Jovem	Devedor Jovem	Devedor Jovem	Devedor Jovem	Devedor Jovem	Devedor Intermediário

D: variações de D dependentes da evolução das privatizações no período 1998-2000.

Para o quadro acima consideramos as seguintes taxas de crescimento para importações e exportações, sendo a taxa de crescimento das exportações aquela que tornaria o saldo comercial no ano 2000 igual a zero :

	1997	1998	1999	2000
Exportação	10,71%	10,70%	9,70%	9,08%
Importação	16,82%	5,00%	4,00%	3,00%

Supomos, ainda, que as variações futuras do Passivo Externo Líquido (D) dependem das privatizações e que a conta de serviços não-fatores, para a determinação de H, se mantém constante relativamente ao ano de 1996.

Podemos concluir que não basta apenas zerar o saldo da balança comercial para passarmos a Devedor Maduro. Tornar nosso saldo comercial zero nos levaria, apenas, para a fase de Devedor Intermediário, na qual o Passivo Externo Líquido possui, ainda, trajetória crescente.

O que devemos concluir é que a queda do Passivo Externo Líquido em um certo período, em virtude de uma reversão na balança comercial, não significa, necessariamente, que sua trajetória ao longo do tempo será decrescente. O que determina a trajetória do Passivo Externo líquido é o “d” que depende não só do Passivo Externo Líquido (D) mas também da Transferência Líquida de Recursos para o Exterior (H).

Para que tenhamos um aumento futuro em nossa Transferência Líquida de Recursos para o Exterior, precisamos de aumento suficientemente grande das taxas de crescimento das exportações de modo a alcançarmos um saldo na balança comercial mais serviços não-fatores capaz de reverter a tendência crescente do nosso Passivo Externo Líquido.

A importância do investimento externo direto está diretamente relacionada a este fato. Precisamos de investimento direto não apenas para amenizar as oscilações dos fluxos de capitais, mas também para gerar exportações futuras.

É neste momento que se faz necessário analisarmos a dinâmica de nossa relação dívida/exportações, já que esta representa a principal variável de análise de investidores estrangeiros, do ponto de vista quantitativo.

O QUADRO 6.2 resume a situação de nossa dinâmica.

QUADRO 6.2

DINÂMICA DO CICLO DA DÍVIDA BRASILEIRA

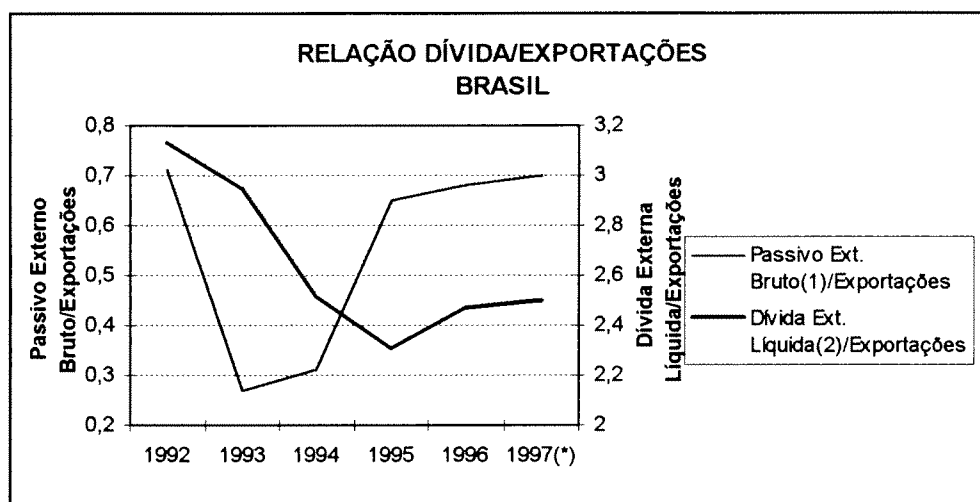
	Taxa de crescimento das exportações (x)	Taxa Libor (i)	Diferencial (x - i)
1993	7.73	3.43	4.16
1994	12.9	5.07	7.45
1995	6.8	6.10	0.66
1996	2.7	5.58	- 2.73
1997(a)	10.7	5.80	4.63
1997 (b)	3.21	5.80	- 2.45

(a) estimativa anual

(b) desconsiderado o crescimento das exportações de café e soja na variação total

Verificamos, em princípio, que a dinâmica da relação dívida/exportações foi favorável nos últimos anos ($x - i > 0$), tendo em vista o diferencial a favor das exportações (exceto 1996). A partir de 1995, começamos a apresentar uma pequena redução no diferencial, até que em 1996 o cenário se reverte e passamos a apresentar uma dinâmica desfavorável. O GRÁFICO 6.1 a seguir esclarece esse comportamento.

GRÁFICO 6.1



O gráfico traduz perfeitamente o comportamento favorável da relação dívida/exportações até 1995, em muito favorecida pelo acumulo significativo das reservas internacionais no dois primeiros anos do Real. Com a desaceleração do ritmo de crescimento das reservas (vale lembrar da queda recente das mesmas em outubro de 1997), a trajetória se reverteu fazendo com que ficássemos cada vez mais dependentes de um aumento das exportações. No entanto, há uma dificuldade, hoje, em elevar a taxa de crescimento das exportações, tendo em vista as desvalorizações cambiais do Sudeste Asiático, o que contribui ainda mais para aumentar a relação dívida/exportações.

Apesar do aumento significativo das exportações anuais de 1997 (estimativa de 10.7%), praticamente 70% desse aumento é explicado por dois bens: café e soja. Logo, na ausência desse efeito, nossos embarques só apresentariam um crescimento de 3.21% no ano, insuficiente para contrabalançar a taxa de juros incidente sobre o Passivo Externo Líquido. No momento atual o Brasil ainda é dependente da ótima performance

das exportações, em particular as agrícolas, para estabilizar a relação dívida/exportações e conseqüentemente reduzir o déficit em transações correntes e atingir novamente o estágio de Devedor Maduro no final do século.

Podemos verificar, no entanto, que o investimento direto vem cobrindo um parcela cada vez maior do investimento total, aumentando relativamente ao investimento de portfólio, o que torna nossa variável α cada vez maior. Conforme verificado no modelo, a inclusão de α ($\alpha = id - p$) contribui por amenizar as oscilações bruscas no fluxo de capital através de uma redução da relação dívida/exportações. Assim, apesar da dinâmica em 1996 se apresentar desfavorável, ela foi de alguma forma amenizada pela presença cada vez maior do investimento direto.

Os GRÁFICOS 6.2 e 6.3 confirmam essas relações.

GRÁFICO 6.2

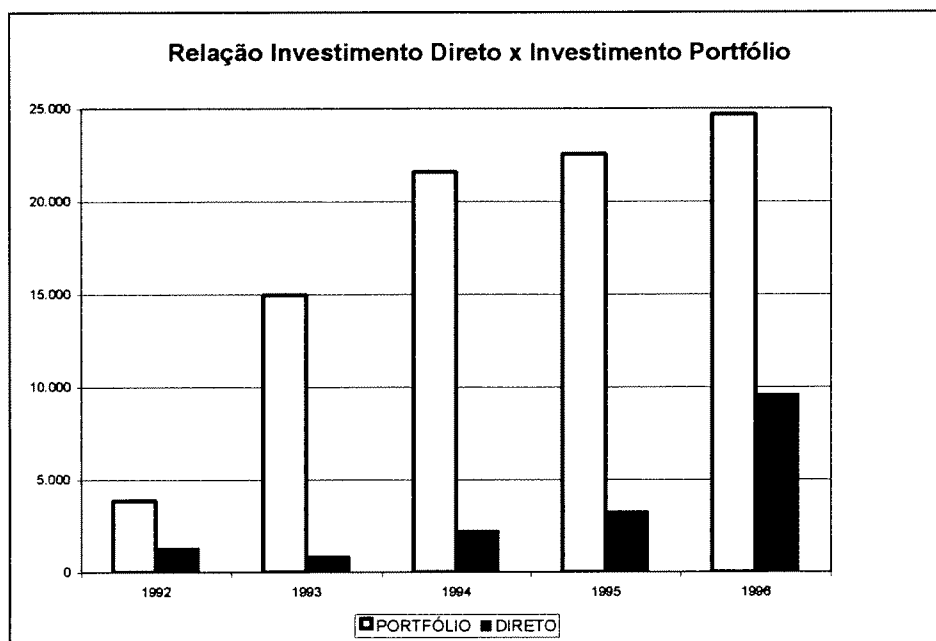
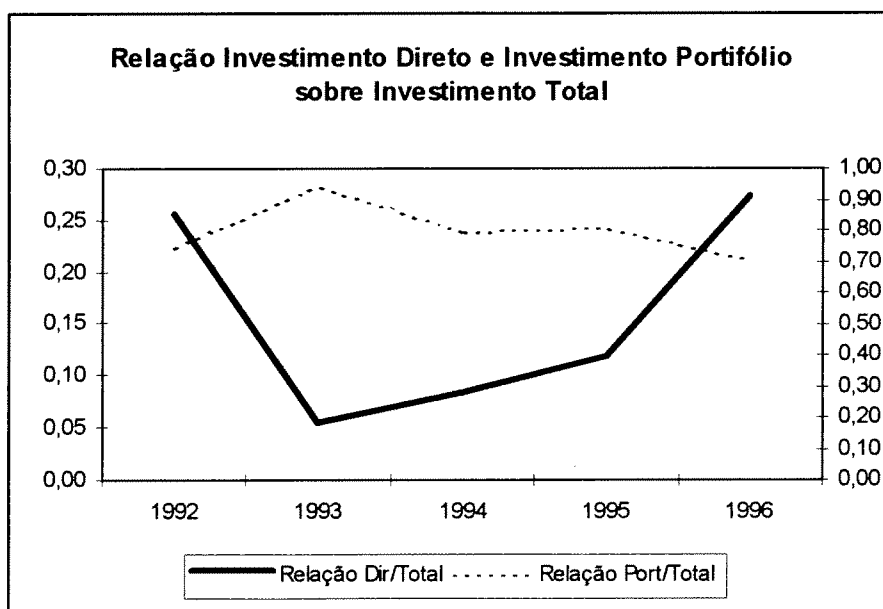


GRÁFICO 6.3



CONCLUSÃO

O crescimento do deficit de transações correntes, principalmente, nos países emergentes, vem priorizando a cada dia aspectos qualitativos e quantitativos de seu financiamento. As recentes turbulências nas moedas asiáticas e no mercado acionário global dão suporte a idéia de que a qualidade de financiamento do déficit de transações correntes, via fluxo de capitais, é extremamente relevante não apenas para a manutenção das divisas, como para a estabilidade dos fluxos cambiais. Este quadro torna ideal o financiamento dessas déficits via investimento externo direto.

A presença de elevados déficits em transações correntes, faz com que o Passivo Externo Líquido desses países tenha trajetória crescente, o que os tornam muito vulneráveis às oscilações bruscas no fluxo de capitais. Por dependerem do capital externo para se financiar, esses países precisam, de algum forma, garantir maior estabilidade do fluxo externo de capitais. A presença do investimento direto contribui para amenizar as oscilações frequentes do fluxo cambial que possam vir a ameaçar o financiamento dos seus déficits em transações correntes.

O investimento externo direto pode influenciar positivamente a relação dívida/exportações, variável de grande importância para os investidores analisarem a capacidade do país em honrar seus compromissos externos. Isto porque, o investimento direto pode vir a beneficiar a capacidade exportadora do país, o que contribuiria para reduzir esta variável. Além disto, sua presença contribui para desacelerar o crescimento do Passivo Externo Líquido através de um aumento da Transferência Líquida de Recursos para o Exterior. Como podemos ver, a presença do investimento direto de longo prazo torna, por diversas formas, o país mais atrativo aos olhos do investidor estrangeiro.

No entanto, vale ressaltar que o México, ao longo do ano de 1994, apresentava taxas recordes de investimento direto. Este fato não evitou a crise cambial verificada no final do ano. Logo, podemos concluir que o investimento externo direto não é condição suficiente para garantir estabilidade não apenas do fluxo cambial como dos preços dos ativos dos mercados domésticos. O investimento externo direto não pode ser considerado o único espelho da estabilidade econômica; é apenas um dos componentes deste espelho.

BIBLIOGRAFIA

- ARAI, A. L. Brasil Sobe no Ranking de Investimentos Externos. *Gazeta Mercantil*, Rio de Janeiro, 22 de setembro de 1997. Finanças e Mercados, p.
- BARROS, G. Em Busca do Ouro. *Jornal do Brasil*, Rio de Janeiro, 09 de outubro de 1997. Caderno de Economia, p. 03
- BAUMANN, R. *O Brasil e a Economia Global*. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1996.
- GENEBRA, A. M. de. Aplicações das Multinacionais no Exterior Crescem 10%. *Gazeta Mercantil*, Rio de Janeiro, 22 de setembro de 1997. Finanças e Mercados, p.
- GENEBRA, A. M. de. América Latina Atrai Mais Capital que a Ásia. *Gazeta Mercantil*, Rio de Janeiro, 22 de setembro de 1997. Finanças e Mercados, p.
- OLIVEIRA, G. *Brasil Real: Desafios da Pós-Estabilização na Virada do Milênio*. 2ªEd. São Paulo: Editora Mandarim, 1996.
- QUADROS, S. Investimentos Estrangeiros Diretos na América Latina. *Jornal dos Economistas*, Rio de Janeiro, 15 de agosto de 1997, p. 05 e 06.
- SIMONSEN, M.H., CYSNE, R.P. *Macroeconomia*. 2ª Ed. São Paulo: Editora Atlas, 1995.
- RELATÓRIOS SOBEET, vários números.