



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DO SUDOESTE DA BAHIA - UESB  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS - DCSA  
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

**PALOMA ALMEIDA SILVA**

**ANÁLISE DAS CONTRIBUIÇÕES DO INVESTIMENTO  
ESTRANGEIRO PARA O EQUILÍBRIO DO BALANÇO DE  
PAGAMENTOS BRASILEIRO: 2004-2014**

**VITÓRIA DA CONQUISTA – BA  
2017**

**PALOMA ALMEIDA SILVA**

**ANÁLISE DAS CONTRIBUIÇÕES DO INVESTIMENTO  
ESTRANGEIRO PARA O EQUILÍBRIO DO BALANÇO DE  
PAGAMENTOS BRASILEIRO: 2004-2014**

Trabalho monográfico submetido ao curso de Economia da Universidade Estadual do Sudoeste da Bahia, como requisito obrigatório para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

**Orientador:** Prof. Dr. Roberto Paulo Machado Lopes

VITÓRIA DA CONQUISTA – BA

2017

N821c

Silva, Paloma Almeida.

Análise das contribuições do investimento estrangeiro para o equilíbrio do balanço de pagamentos brasileiro: 2004 – 2014. / Paloma Almeida Silva, 2017. 78f.

Orientador (a): Dr. Roberto Paulo Machado Lopes.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação), Universidade Estadual do Sudoeste da Bahia, Vitória da Conquista, 2016.

Inclui referências. F. 74 – 77.

1. Economia – Brasil. 2. Balanço de pagamentos – 2004 – 2014. 3. Investimento externo. I. Lopes, Roberto Paulo Machado. II. Universidade Estadual do Sudoeste da Bahia. III. T.

CDD: 330.981

**PALOMA ALMEIDA SILVA**

**ANÁLISE DAS CONTRIBUIÇÕES DO INVESTIMENTO  
ESTRANGEIRO PARA O EQUILÍBRIO DO BALANÇO DE  
PAGAMENTOS BRASILEIRO: 2004-2014**

Trabalho monográfico submetido ao curso de  
Economia da Universidade Estadual do  
Sudoeste da Bahia, como requisito obrigatório  
para obtenção do grau de Bacharel em  
Ciências Econômicas.

**Aprovada em 13/07/2017**

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. Roberto Paulo Machado Lopes

---

Prof. Dr. Marcos Antonio Tavares Soares

---

Prof. Esp. Pedro Henrique Cavalcante Moraes

## AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente aos meus pais, Márcia Brito Almeida Silva e João Juraci Ribeiro da Silva, pelo amor e carinho que me propiciaram, pela confiança que depositam em mim em favor do meu crescimento e pelos incentivos prestados. Não poderia deixar de agradecer-lhes, também, pelo enorme esforço que fizeram durante toda a minha vida para me propiciar uma boa educação.

Também agradeço a minha irmã, Jamille, pelo apoio e carinho que me deu ao longo do curso. E aos meus sobrinhos, que me encheram de vida, me dando forças para superar os obstáculos, dos quais eu me deparava, com boas risadas e aqueles beijos carinhosos. Vocês tornam minha vida muito mais animada e divertida.

A você, Faíque Ribeiro Lima, meu melhor amigo, professor particular e melhor namorado do mundo, agradeço por todo o suporte que me deste ao longo de toda esta etapa. Agradeço-te por inúmeros finais de semana, que você dedicou para me ajudar e por ter suportado todas as minhas faltas que de algum modo tive com você. Sem você certamente o caminho até aqui teria sido mais árduo.

As minhas verdadeiras amigas Ane, Alana e Bruna e todos os demais colegas que não da para cita, agradeço pelos momentos de descontração e camaradagem que me deram.

Não poderia esquecer aqueles que fizeram parte, de forma mais direta, da minha formação acadêmica e me ajudaram na construção deste trabalho. Sendo assim agradeço ao professor Roberto Paulo por todo o auxílio prestado nas orientações. Aos professores Fernanda Calasans Costa Lacerda Perssoti e Marcos Antônio Tavares Soares, por estigar o meu interesse pela área temática desta monografia e por ter compartilhado seu conhecimento nas atividades de monitoria. E também ao Professor Gildásio Santana Júnior, pelas tardes de aprendizado que tive no PET.

Enfim, agradeço a todos os demais que me auxiliaram de forma direta ou indireta na execução deste projeto e realização deste sonho. Em especial a minha Tia Nete que sempre exaltou que sou a sobrinha mais inteligente que ela tem.

*“O sucesso nasce do querer, da determinação e persistência em se chegar a um objetivo. Mesmo não atingindo o alvo, quem busca e vence obstáculos, no mínimo fará coisas admiráveis.”*

*José de Alencar.*

## RESUMO

O balanço de pagamentos se constitui como uma importante ferramenta analítica da economia brasileira, frente às relações internacionais. Em vista disso, o presente trabalho tem como objetivo, analisar a contribuição do investimento direto e em carteira para o equilíbrio do balanço de pagamentos da economia brasileira entre os anos de 2004 á 2014. Para se alcançar este objetivo, utilizou-se um referencial teórico de base keynesiana, neoclássico e contemporâneo, a fim de conceituar o objeto e suas ligações. Além de realizar uma análise, baseados na metodologia descritiva, de gráficos, tabelas e quadros, com o intuito de constata a relação entre o investimento externo e o equilíbrio do BP. E a possível conexão entre as variáveis macroeconômicas selecionadas com o fluxo de entrada do investimento direto e em carteira. Depois da realização da observação, verificou-se, então, que o investimento externo contribuiu determinantemente para o equilíbrio do balanço de pagamentos em boa parte do período estudado, havendo o investimento direto se sobressaindo, na relação com o equilíbrio BP, contudo, foi apurado que as variáveis macroeconômicas selecionadas, não obtiveram uma correlação visual com o investimento direto e em carteira na análise.

**Palavras-chave:** Balanço de pagamentos, investimento externo; economia brasileira.

## **ABSTRACT**

The balance of payments constitutes an important analytical tool of the Brazilian economy, in front of international relations. In view of this, the present work aims to analyze the contribution of direct and portfolio investment to the balance of the balance of payments of the Brazilian economy between the years 2004 to 2014. In order to achieve this goal, a theoretical baseline Keynesian, neoclassical and contemporary, was used to conceptualize the object and its links. In addition to conducting an analysis, based on the descriptive methodology, graphs, tables and frames, in order to observe the relationship between the external investment and the BP balance, and the possible connection between the selected macroeconomic variables with the direct investment input flow and in wallet. After the realization of the observation, it was then found that the external investment has made a decisive contribution to the balance of the payment balance in a large portion of the period studied, while the direct investment was protruding, in the relationship with BP equilibrium, however, it was established that the selected macroeconomic variables did not obtain a visual correlation with direct and portfolio investment in analysis.

**Key words:** Balance of payments, external investment; Brazilian economy.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Relação do investimento em carteira com variáveis macroeconômicas selecionadas.....	65
Figura 2 – Relação do investimento direto com variáveis macroeconômicas selecionadas.....	66

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Internacionalização Versus Externalização.....	27
Gráfico 2 – Média anual do IPCA e SELIC Pós- Plano real.....	41
Gráfico 3 – Balança Comercial Brasileira em % do PIB.....	46
Gráfico 4 – Balanço de Pagamentos (BPM6) 2004-2014.....	58
Gráfico 5 – Conta financeira do balanço de pagamentos no período 2004-2014.....	59
Gráfico 6 – Participação percentual do investimento externo sobre a conta financeira.....	60

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Representação percentual do investimento externo sobre as conta de transações correntes e de capitais.....	62
Tabela 2 – Dados relativos ao investimento em carteira e variáveis macroeconômicas selecionadas entre 2004- 2014.....	64
Tabela 3 – Dados relativos ao investimento direto e variáveis macroeconômicas selecionadas entre 2004- 2014.....	66

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Ilustração da utilização das variáveis macroeconômicas câmbio e juros no combate a inflação e no equilíbrio das contas externas.....	43
Quadro 2 – Conversão de Sinais BPM6 X BPM5.....	56
Quadro 3 – Relação de equilíbrio entre os saldos da conta de transações correntes e o saldo do Investimento direto e em carteira.....	61

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

BCB – Banco Central do Brasil

BP – Balanço de Pagamentos

BPM6 – 6º Edição do Manual do Balanço de Pagamentos

CF – Conta Financeira

EMBI – Emergent Markets Bonds Index Plus

EMC – Eficiência Marginal do Capital

EUA – Estados Unidos da América

FHC – Fernando Henrique Cardoso

FMI – Fundo Monetário Internacional

FOMC – Taxa de Juros Real Americana

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IC – Investimento em Carteira

ID – Investimento Direto

INPC – Índice Nacional de Preços ao Consumidor

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Lula – Luis Inácio Lula da Silva

PIB – Produto Interno Bruto

PIBMund – Produto Interno Bruto Mundial

RP – Risco País

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

TC – Transações Correntes

TCR – Taxa de Câmbio Real

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>15</b>
<b>1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>19</b>
<b>1.1 Fluxos internacionais de capitais: interpretações teóricas .....</b>	<b>19</b>
<b>1.2 Teoria do investimento internacional .....</b>	<b>21</b>
1.2.1 Teoria do investimento em carteira.....	23
1.2.2 Teoria da internacionalização da produção.....	25
1.2.2.1 Formas de internacionalização da produção.....	27
1.2.3 Teoria do investimento direto.....	29
1.2.3.1 Classificações do investimento externo direto .....	31
<b>1.3 O balanço de pagamentos da economia brasileira.....</b>	<b>32</b>
1.3.1 Estrutura do Balanço de Pagamentos .....	32
1.3.2 O equilíbrio do balanço de pagamentos .....	34
<b>2 POLÍTICAS MACROECONÔMICAS QUE FAVORECERAM O INGRESSO DO CAPITAL EXTERNO NO BRASIL .....</b>	<b>36</b>
<b>2.1 Experiências passadas .....</b>	<b>36</b>
2.1.1 Inserção nacional na neoliberação da economia mundial – Collor/ Itamar.....	36
2.1.1.1 O Plano Real.....	38
2.1.2 Pós- estabilização: governo FHC .....	39
<b>2.2 Governo Lula .....</b>	<b>44</b>
<b>2.3 Governo Dilma .....</b>	<b>49</b>
<b>3 ANÁLISE DAS CONTRIBUIÇÕES DO INVESTIMENTO ESTRANGEIRO PARA O EQUILÍBRIO DO BP.....</b>	<b>52</b>
<b>3.1 Metodologias e base de dados .....</b>	<b>52</b>
3.1.1 Base de dados e variáveis de análise .....	52
3.1.2 Metodologia de análise.....	54
<b>3.2 Balanço de Pagamentos: Transformações recentes.....</b>	<b>55</b>
<b>3.3 Análise e resultados.....</b>	<b>57</b>

<b>4 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>69</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>73</b>
<b>ANEXOS.....</b>	<b>78</b>

## INTRODUÇÃO

O fim da Segunda Guerra Mundial resultou em uma expansão e reestruturação do sistema financeiro global. Este processo elevou os fluxos de capitais para as economias capitalistas, que em função disso, ampliaram a sua participação nas transações de bens, serviços e capitais, entre elas. A criação de organismos multilaterais (GAT, FMI e ONU), estimulou a oferta de investimento, criando um novo modo de alocação de recursos. Logo mais tarde em 1950, o sistema financeiro internacional sofreu uma mudança de âmbito institucional, com a criação da área de euromoedas, que possibilitou uma maior flexibilização do capital dentre áreas correlatas. A ideia propagada era a de que, o aumento do fluxo dos capitais induziria a estabilidade financeira mundial, ocasionando um bem-estar mútuo as economias.

Com o fim do Acordo de Bretton Woods (1973), ocorreu uma nova e profunda alteração na arquitetura do sistema monetário e financeiro mundial, substituindo os pilares de sustentação baseados nas ideias Keynesianas pela tradição clássica de viés liberal. Mas, foi com a ascensão do neoliberalismo (1980), que se desenvolveram os processos de desregulamentação financeira e de liberalização externa, beneficiando os adeptos das práticas liberais. Contudo, as economias em desenvolvimento só usufruíram desta onda de fluxos de investimento do capital internacional quando aderiram às regras do Consenso de Washington (1989), que incitava a liberação dos mercados e uma maior participação do país em meios internacionais, que proporcionou ganhos cada vez maiores (BAUMANN; GONÇALVES, 2015).

A queda do muro de Berlim (1989) marcou o início da derrocada do sistema socialista, o que seria mais tarde, uma vitória do capitalismo sobre o socialismo. Abrindo uma brecha para a proliferação do capitalismo, sobre o simbolismo socialista, agora enfraquecido. No decorrer dos anos de 1990 ocorreu um aprofundamento das ideias neoliberais por todo o mundo, alterando prontamente a postura dos governos. Os governos, principalmente dos países subdesenvolvidos, passaram a perceber que as ações de política externa, afetavam diretamente a política interna. Essa relação tornou os limites das economias, ainda fechadas, muito mais fragilizados, encorajando a abertura das economias e a liberalização comercial e financeira como um todo.

No Brasil, o processo de liberalização ganhou contornos mais persistentes após a vitória nas urnas do Presidente Fernando Collor de Mello (Collor), em 1990, responsável por promover a privatização, a liberalização comercial e financeira, e a reestruturação

tecnoprodutiva retirando os últimos esforços de proteção da economia interna frente às importações. Com essas ações, o país deu seu primeiro impulso para a entrada maciça de capitais externos, sobre a forma de aquisição das estatais, e implantação das empresas transacionais, em função do advento da globalização produtiva mundial.

Contudo, somente durante a execução do Plano Real, iniciado em meados de 1993, que ocorreu uma intensificação dos fluxos de capitais para o país. As medidas tomadas para estabilização da economia, tais como a âncora cambial, a política de juros altos e a liberalização financeira e econômica, proporcionaram ao investidor estrangeiro a oportunidade de aumentar a sua rentabilidade, comparativamente com outros países. Isso vai se dar tanto por meio do investimento direto de médio e longo prazo, quanto pelas aplicações financeiras em carteira, de curto prazo.

O processo de liberalização financeira gerou consequências. A primeira delas se desencadeou, na década de 1990 e início dos anos 2000, com um profundo processo de crises cambiais em países emergentes como no México (1992), Ásia (1997), Rússia (1998), Brasil (1999) e Argentina (2001). A liberalização expôs, com as crises, a vulnerabilidade dos países emergentes que se viram impotentes diante da especulação internacional. O Brasil ao longo de duas décadas, adotou políticas comerciais, monetárias e cambiais distintas de acordo com as dificuldades e facilidades que o país enfrentava e, principalmente com o cenário que o mundo vivenciava.

Em vista disto, esta pesquisa buscou realizar uma análise do equilíbrio do balanço de pagamentos brasileiro, em função da contribuição exercida do investimento externo direto e em carteira no período entre os anos de 2004 e 2014. Fundamentado em premissas em maioria Keynesiana, mas se utilizando também de abordagens Neoclássicas e contemporâneas sobre o tema.

O início do período escolhido para análise (2004) converge com a expansão do crédito mundial e com a retomada da confiabilidade da economia brasileira frente ao cenário internacional. Quanto ao fim do período (2014) converge com o fim do ciclo de crescimento nacional e da vigência das políticas macroeconômicas adotadas.

Esta pesquisa revela sua importância ao analisar a história mais recente da economia brasileira. A economia brasileira, e conseqüentemente o balanço de pagamentos, passou por uma série de problemas causados por fatores externos. Como a dívida externa, a recessão brasileira pela falta de competitividade do produto nacional, a moratória da dividida e os empréstimos do FMI, são exemplos de comprometimento do equilíbrio do BP, ao longo dos anos.

Um elemento importante para a reestruturação do equilíbrio do BP é a utilização da poupança externa, uma colocação muito utilizada pelas economias subdesenvolvidas. Em função disso, constatou-se uma necessidade de analisar a relação do investimento externo para o equilíbrio do balanço de pagamentos, na história recente do país. Afinal, em parte do período estudo, o Brasil passou a ser visto como uma economia em potencial, ocupando a posição da sexta maior economia em 2011, segundo a imprensa internacional.

Assim, o objetivo geral desta monografia é analisar a contribuição do Investimento Estrangeiro Direto (ID) e em Carteira (IC), para o equilíbrio do Balanço de Pagamentos (BP) do Brasil no período entre 2004-2014. Como objetivos específicos têm-se: Relatar, brevemente, o papel das políticas macroeconômicas para o incentivo a entrada do capital externo; Examinar a correlação do investimento externo com algumas das variáveis reais da economia; Qualificar a relação entre o investimento externo e o balanço de pagamentos.

A problemática que esta monografia buscou responder foi se o investimento externo constitui-se como um elemento determinante ou marginal para o equilíbrio do balanço de pagamentos do Brasil entre os anos de 2004 e 2014. Desse modo, na tentativa de responder o problema formulado acima foram elaboradas duas hipóteses, uma relativa às condições internas da economia no período e outra relativa às condições externas. A hipótese básica (h1): postula no período estudado houve uma forte valorização monetária, que comprometeu o saldo da conta de transações correntes, mas foi compensada pelos investimentos externo favorecidos pelo Câmbio, taxa de juros, crescimento interno e estabilidade institucional. A segunda hipótese (h2): conjectura que o crescimento da economia mundial acabou favorecendo o Brasil por meio dos fluxos de capitais voltados para o investimento direto, e em carteira.

Para a elaboração da análise foi utilizado à metodologia descritiva, que “lida com as formas de obter informações úteis a partir de um conjunto de dados, de forma a facilitar a resolução de problemas” (MARTINS, S/D). Sendo assim, ela possibilita a interpretação dos dados com base em medidas, resumo, gráficos e tabelas. Deste modo, a investigação oferece conclusões lógicas, realistas e com questões de ordem quantitativa, além de mesclar uma pesquisa bibliográfica científica com uma base de dados secundária.

Com o propósito de embasar teoricamente a pesquisa e construir uma ideia que oportunize os resultados apresentados, foi necessário revisitar alguns autores que debatem temas relacionados ao da pesquisa proposta, além de consulta a documentos oficiais do governo e a bases de dados governamentais.

Para conceituar a teoria do investimento internacional, fluxos de capitais e os desdobramentos das teorias de investimento direto e de carteira foram utilizados como literatura de base: Barbosa (2004), Baumann; Gonçalves (2015), Carminati; Fernandes (2013), Chesnais (1996) e Izerrougene; Mata (2011), entre outros.

Para ilustrar o cenário Brasileiro e as políticas macroeconômicas correspondentes a cada período presidencial proposto foram utilizados Giambiagi *et al.*(2011) e Gremaud *et al* (2009), Rego; Marques (2006), artigos científicos de autores correlatos ao tema como Filgueiras, (2004) (2006); Oliveira; Turolla (2003), além de Periódicos de conhecimento nacional como o do IPEA (2015).

Para a conceitualização da ferramenta do balanço de pagamentos foram utilizados: Feijó; Ramos (Org.) (2004), Baumann; Gonçalves (2015) e Paulani; Braga (2007), além dos artigos científicos de Praté; Rezende (2015) e Nascimento; Souza (S/D).

As variáveis selecionadas para testar as hipóteses da análise foram: Taxa de Juros Selic (SELIC); Taxa de Câmbio Real (TCR); Risco País (RP); Crescimento real do PIB (PIB); Taxa de inflação (IPCA); Taxa de juros real dos EUA (FOMC); Crescimento do PIB Mundial (PIBMund); Saldo do balanço de pagamentos; Saldo da conta financeira; Saldo da conta de investimento direto e o Saldo da conta de investimento em carteira.

Para contemplar os objetivos propostos, além desta breve introdução e da conclusão, o presente trabalho encontra-se dividido em três capítulos. No primeiro capítulo é construído um arcabouço teórico que contempla a teoria dos fluxos de capitais, teoria do investimento internacional e suas subdivisões em investimento em carteira e da internacionalização da produção, da qual se deriva a teoria do investimento direto, e por fim a construção teórica do balanço de pagamentos.

O segundo capítulo é dedicado, ao relato das políticas macroeconômicas, que incentivaram a entrada dos fluxos de investimento externo para o Brasil. Além, de montar um panorama da situação da economia brasileira no período recente.

No terceiro capítulo foram realizadas as correlações e análise dos resultados apresentados, a fim de evidenciar o caráter que o investimento externo detém sobre a BP, além dos possíveis determinantes do mesmo, baseado em correlações com as variáveis macroeconômicas selecionadas. Ao final do capítulo, levantam-se as conclusões impostas pelos resultados apresentados.

## 1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O presente capítulo destina-se à construção de um arcabouço teórico que visa contemplar a composição do investimento externo internacional, permitindo assim, compreender as diversas formas pelo qual este forma de investimento é empregada nas sociedades capitalistas, principalmente nas economias subdesenvolvidas. Para atingir o objetivo proposto, este capítulo foi dividido em três seções.

Na primeira delas encontra-se a abordagem múltipla sobre os fluxos internacionais de capitais, explicando brevemente a posição Neoclássica, Neo Keynesiana e Cepalina sobre o processo de liberalização financeira das economias subdesenvolvidas.

Já na segunda seção foi introduzida a teoria do investimento internacional partindo da abordagem Keynesiana. Adentrando na teoria do investimento em carteira (portfólio) e das teorias da produção internacional, que levam a entender a teoria do investimento direto.

E por fim, na terceira seção é apresentado o balanço de pagamentos, em seu conceito, estrutura e equilíbrio dentro da economia brasileira, utilizando-se de autores nacionais e internacionais mais contemporâneos.

### 1.1 Fluxos internacionais de capitais

Após a Segunda Guerra Mundial, o mundo passou por um intenso processo de expansão econômica, levando a alterações profundas no sistema financeiro internacional, permitindo a modificação no perfil dos fluxos internacionais de capitais, que agora desempenhava uma função de crédito mais intensa. Contudo, tal função se mostrou com maior destaque em meados da década de 1980, por conta do renascimento do monetarismo e da intensificação do processo de liberalização financeira, partindo dos países desenvolvidos e se estendendo até os países emergentes. Esse processo se deu com base nos argumentos, do denominado *mainstream economics*, referentes à hipótese de estabilidade, igualdade e eficiência dos mercados financeiros.

De acordo com a teoria de desenvolvimento Neoclássica, a liberalização financeira deveria facilitar a alocação eficiente dos recursos; promover a diversificação do risco global e estimular a acumulação de capital, além de facilitar o financiamento dos desequilíbrios no balanço de pagamentos e de exercer efeito positivo na taxa de crescimento nacional. Tais facetas seriam mais significativas nos países em desenvolvimento por apresentarem uma

poupança ínfima e rendimentos marginais elevados, diferentemente dos países desenvolvidos que apresentam o quadro contrário aos citados primeiramente. (EICHENGREEN; LEBLANG, 2002). Destarte, um argumento veio ganhando força,

O argumento é que se deveria adotar uma política de crescimento com “poupança externa” e com abertura da conta capital, pois os países ricos em capital iriam transferir esses recursos para os países em desenvolvimento e esses recursos iriam para o setor produtivo. Os países com abundância de capital teriam produtividade do capital marginal baixa em comparação com os países em desenvolvimento e a abertura da conta capital permitiria a equalização das produtividades marginais do capital em todo o mundo. Assim, os países em desenvolvimento pagariam suas dívidas sem maiores problemas e ainda aumentariam o seu nível (e o nível mundial) de bem-estar (ALENCAR; STRACHMAN, 2013, p.4).

Em consequência, ambos os países teriam vantagens com a abertura comercial. Os países desenvolvidos, por sua vez, ganhariam com os rendimentos marginais elevados que os países subdesenvolvidos poderiam proporcionar, em contra partida, os países subdesenvolvidos se apoiariam na captação da poupança externa, como meio de elevar a produtividade, o crescimento e o desenvolvimento dos mesmos.

É evidente que alguns estudiosos não compactuavam com a ideia acima afirmada, para eles o sucesso da integração financeira internacional não estaria no fato da captação de poupança externa para financiamento da acumulação do capital e sim, nas formas de estímulo à formação e consolidação dos mercados nacionais de capital, que o capital externo poderia proporcionar. Afinal, os ganhos de produtividade e de crescimento em longo prazo só se realizariam de forma bem-sucedida, apenas em países onde as condições para o desenvolvimento institucional, financeiro e comercial já estivesse pré-estabelecidas (IZERROUGE; MATA, 2011).

Neste contexto, Prasad *et al* (2007 apud IZERROUGE; MATA, 2011, p.16), identifica que uma relação positiva, resultante da interação dos fluxos internacionais, se daria entre o superávit em transações correntes e de crescimento, e não sobre os fluxos de capitais com o crescimento como estimulado. Isso leva a conclusão de que países em desenvolvimento têm uma capacidade limitada em absorver volumes expressivos de capital externo, além de possuir mercados financeiros incipientes, fatores que eleva a propensão à supervalorização de seus ativos financeiros.

De acordo com Bresser e Gala (2007), várias consequências negativas poderiam se resultar da abertura da conta capital, podendo-se ressaltar dois problemas principais: primeiro, a alta volatilidade desse capital e segundo, que os países em desenvolvimento, no geral, não

podem adquirir empréstimos em sua própria moeda. Pode-se destacar também, ainda de acordo com esses autores, o fato de que os países pobres poderiam conviver com um câmbio real apreciado e com déficits em conta corrente.

No caso de economias que não estejam no centro do sistema capitalista e que não dispõem de um sistema financeiro desenvolvido, acaba-se, em muitos casos, recorrendo-se a recursos do sistema financeiro internacional. Com isso, estas economias podem tender a aceitar financiamentos a projetos sujeitos a vulnerabilidades, o que pode gerar crises por faltas de divisas, visto que estes países não emitem divisas (ALENCAR; STRACHMAN, 2013, p.4).

Posto isso, a concretização dos ciclos econômicos entre os países centrais e periféricos se dava de modo disforme, sendo que o primeiro sempre estava a um passo a frente do segundo. Portanto, a industrialização, a financeirização e o desenvolvimento destes países se dariam de modo retrógrado frente aos países centrais, levando a resultados distintos do acordado na teoria Neoclássica.

A teoria Cepalina aponta a inflação estrutural, a vulnerabilidade e a dependência externa, como resultado de uma abertura econômica não planejada, comum nos países periféricos. Nesse sentido, os fluxos de capitais, devem ser administrados com prudência, a fim de não agravar o estrangulamento do balanço de pagamentos e de garantir uma industrialização que interrompesse os resultados retrógrados apontados nos países subdesenvolvidos (BIELSCHOWSKY, 2000).

Logo, é coerente afirmar que as grandes ondas de fluxo de capital podem criar riscos financeiros e complicar a condução das políticas econômicas, além de poder trazer “desequilíbrios” para o balanço de pagamentos, ao mesmo passo que, pode aumentar a capacidade produtiva, competitiva e estratégica dessas economias por meio da poupança externa. No caso brasileiro, como será visto mais adiante, a abertura da conta de capitais não passou de uma estratégia para aumentar o investimento e desenvolver todo um ciclo virtuoso de emprego, renda e consumo, mas conforme abordado, a ligação feita não cumpriu a sua intenção de haver um superávit em transações correntes em vias do crescimento produtivo, meio pelo qual as economias emergentes deveriam operar com a poupança externa.

## **1.2 Teoria do investimento internacional**

Toda essa expansão econômica – financeira e a aplicação da poupança externa em diversos países – desencadeou estudos acerca do investimento internacional, o principal

suporte para isso foi a teoria do investimento Keynesiano, cuja aplicação era tratada como uma inversão do capital produtivo com as expectativas de lucro e taxas de juros Segundo ele,

[...] O montante de investimento corrente dependerá, por sua vez, do que chamaremos de incentivo para investir, o qual, como se verificará, depende da relação entre a escala da eficiência marginal do capital e o complexo das taxas de juros que incidem sobre os empréstimos de prazos e riscos diversos (1982. p. 40).

Desta maneira, se admite que o investimento capitalista se desenvolve sob a expectativa da renda esperada, mas precisamente, da relação entre a renda esperada de um determinado bem de capital e o seu preço de oferta, ou custo de reposição, surge o conceito de Eficiência Marginal do Capital. Conforme o próprio autor coloca:

Defino a eficiência marginal do capital como sendo a taxa de desconto que tornaria o valor presente do fluxo de anuidades de rendas esperadas desse capital, durante toda a sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta (Keynes, 1982. p. 115).

Dito de outro modo, a EMC seria basicamente uma correspondência entre a expectativa diante da demanda efetiva e o custo de oportunidade do capital a ser investido, que é dado pela taxa para obtenção de fundos ou de aplicação de recursos no mercado financeiro (taxa de juros). Assim, a relação entre taxa de juros e a EMC, torna-se cada vez mais conflitantes, visto que o mercado oferece uma série de ativos financeiros remunerando através de diversas taxas de juros, portanto, o investidor apenas direcionará seus recursos para o capital fixo quando a sua expectativa de lucros futuros for maior do que os rendimentos que obteria se alocasse sua riqueza em títulos do mercado financeiro (KEYNES, 1982). Ou seja, o investimento só será atraente quando  $EMC > i$ .

Com o advento da globalização econômica, que de acordo com Gonçalves (2002), pode ser entendida como a interação de processos distintos na esfera financeira e produtiva, ocorridos principalmente a partir dos anos de 1980, que afetam dimensões financeira-monetária, produtiva-real, comercial, tecnológica e de relação internacional. Os empresários obtém um novo leque de possibilidades de investimento, em economias com uma demanda efetiva pouco explorada e com capacidade de investimento pouco expressiva, e com taxa de retorno comparativamente elevadas.

É baseado na lógica da EMC e levado pelas intensas relações internacionais que se desenvolve a teoria internacional do capital, baseado na diferenciação nas taxas de retorno. A teoria do investimento internacional é composta por duas teorias básicas a do investimento de

portfólio, que pode ser descrita como a teoria que explica a aplicação em investimento de curto prazo, derivada da interação de três variáveis-chaves, a saber: liquidez, rentabilidade e risco. E a do investimento direto pode ser explicada com base na teoria da internacionalização do capital (BAUMANN; GONÇALVES, 2015).

Assim, o capital se movimenta de acordo com as diferenciações das taxas de juros para o caso do investimento especulativo ou de rentabilidade para o caso dos investimentos no setor produtivo da economia. Portanto, “o investimento internacional é função direta do diferencial de taxas de remuneração do capital entre os países” (BAUMANN; GONÇALVES, 2015, p.161).

Deste modo, é possível constatar três dimensões de investimento internacional descrita por Michalet (apud CHESNAIS, 1996, p.51), sendo elas: o intercâmbio comercial, o investimento produtivo no exterior, os fluxos de capitais monetários ou financeiros. O primeiro se caracteriza como uma prática popularmente utilizada nas economias capitalistas abetas, onde se transacionavam bens, por meio das importações e exportações, renda como aluguéis e salários e serviços diversos; o segundo investimento é em sua maioria recorrente aos países subdesenvolvidos, isso se deve a sua grande massa produtora de mão de obra barata, insumos de produção, entre outras vantagens em comparação aos países desenvolvidos; por fim, estão os fluxos de capitais monetários que é expresso pela atratividade rentável entre os países.

### 1.2.1 Teoria do investimento em carteira

Na teoria Clássica, admite-se que os diversos países convivem em um sistema de concorrência perfeita, onde o produto marginal do fator de produção é idêntico à sua remuneração. Supõe-se também que o único fator móvel internacionalmente é o capital e que não há diferenças nas dotações de capital entre os países, portanto, a diferenciação nas taxas de retorno. Em contra mão Keynes (1982), refuta completamente estas ideias em seu modelo, identificando que os diversos países convivem em um sistema falho de mercado, o que resulta em disparidades entre as dotações de fatores, evidenciando taxas de retorno diferentes entre as economias internacionais, e com base nessas diferenciações, o investimento externo segue a lógica do EMC, ou seja, o investimento externo é uma função correlata da taxa de juros, pois, quanto maior a taxa de juros, mais interessante seria para o capital estrangeiro, se inserir em uma economia externa, ou seja, fazer investimentos em carteira no país estrangeiro (BAUMANN; GONÇALVES, 2015).

A principal forma de investimento suscetível às variações de rentabilidade é o investimento de portfólio ou em carteira, que “registram os fluxos de ativos e passivos constituídos pela emissão de títulos negociados em mercados secundários de papéis tais como título da renda fixa (título de dívida) ou de rendas variáveis (ações)” (PAULANI; BRAGA, 2007, p. 169), pode também ser caracterizado com investimento de curto prazo, os investimentos em carteira não exercem influência sobre a gestão de empresas de capital aberto se não representar 10% do valor efetivo de ações (CHESNAIS, 1996), se limitando apenas a um conjunto dos depósitos bancários e das aplicações financeiras por meio de títulos públicos e privados (PAULANI; BRAGA, 2007).

Estudos empíricos, dedicados ao exame dos determinantes do IC em mercados emergentes, pontuaram que os determinantes além de corresponderem aos supostos já citados, também abrangem as influências das variáveis macroeconômicas, institucionais, agregados monetários e demográficos. Entre as linhas de pesquisa, duas se apresentam com mais força: a influência dos fatores domésticos e fatores externos na atração do IC, e a dicotomia entre reequilíbrio de portfólio e *return chasing* (“caça” ao retorno) (BARBOSA; MEURER, 2010).

Condições adversas nos países desenvolvidos, como a queda da taxa de juros internacionais, estimulam a saída de capitais estrangeiros em busca de melhores performances, além de guerras e instabilidade econômica de alguns países são os principais fatores externos de estímulo ao investimento internacional. No entanto, desenvolvimentos domésticos, tais como políticas monetárias e fiscais orientadas ao mercado (liberalização do mercado de capitais, por exemplo) atraem a entrada de capitais nos países em desenvolvimento, sendo estes os principais fatores internos (BARBOSA; MEURER, 2010).

Isso posto, deve-se concluir que o investimento em carteira não está delimitado apenas a variações da taxa de juros entre países, alguns determinantes internos devem ser explicados mais a fundo para justificar o investimento em carteira. Primeiramente estão as expectativas quanto ao comportamento da taxa de câmbio de um país, pois sobre expectativa de câmbio valorizado, pode induzir a entrada de fluxos de capitais, e uma expectativa de desvalorização causa o efeito contrário (BAUMANN; GONÇALVES, 2015; BLANCHARD, 2011). Além das expectativas levantadas, os autores apontam ainda mais cinco variáveis-chaves que influenciam o montante dos fluxos de investimento em carteira, estes seriam: risco do capital, custo de transações, liquidez, perspectivas de crescimento econômico e progresso técnico.

A variável aversão ao risco representa uma “norma” de grande importância, para determinar fluxos de investimento de portfólio. E com base no risco que o investidor

estrangeiro baseia suas decisões de investimento, por meio da diversificação proposta por várias economias, o investidor aumenta o número de receptores (países, empresas, títulos) nos quais aplica seus recursos; assim se consegue uma redução da variação da taxa de retorno esperada, logo, menos risco.

Quanto a variável de Custos de transação refere-se, grosso modo, aos custos de informação, ações e atividades associadas às tarefas de administrar e do desempenho dos operadores do capital. Partindo do princípio da racionalidade limitada: os investidores internacionais reconhecem que tem uma capacidade restrita de receber, armazenar informações ou tomar decisões, daí concentram os investimentos em um núcleo central de países ou mercados e a partir dele definem as operações segundo o retorno, risco ou ambas as variáveis.

Já a variável da Liquidez pode ser representada pela preferência do investidor por ativos de menor risco e de “fácil” conversão em moeda em comparação com demais ativos. Tendo como modelo de composição de carteira: ativos financeiros com liquidez limitada e ativos monetários com liquidez plena. Esses, por último citado, não geram retorno, mas tem risco nulo. E por fim estão as variáveis de Perspectivas de crescimento econômico e progresso técnico, que indica que os movimentos internacionais de capitais podem ocorrer em direção a um país com maior dinamismo econômico (BAUMANN; GONÇALVES, 2015).

### 1.2.2 Teoria da internacionalização da produção

A teoria Moderna da internacionalização procura analisar, inicialmente, os determinantes da internacionalização da produção, juntamente com a sua forma de introdução em economias internacionais, isto é, consiste em uma tentativa de explicar o porquê e de que modo, as empresas adentram em economias estrangeiras. O processo de internacionalização da produção ocorre sempre que residentes de um país têm acesso a bens ou serviços com origem em outro país.

De acordo com Gonçalves e Baumann (2015), a ideia da teoria da internacionalização consiste no fato de que agentes econômicos de determinados países têm “preferências relevadas” pelo mercado doméstico, em termos de localização e distribuição (venda) da produção. “Esta preferência resulta dos custos diretos e, principalmente, dos custos de transações envolvidos nas operações internacionais, qualquer que seja a forma” (2015, p.167). Qualquer que seja o modo de entrada dos agentes econômicos externos em uma nova economia, ocorrerá custos adicionais de transação se comparado com o investimento interno,

sendo assim um dos condicionantes para haver investimento externo são as imperfeições destes mercados.

Por conseguinte, é coerente afirmar que a internacionalização da produção é proveniente de imperfeições de mercado, uma vez que, tais imperfeições sustentam lucros anormais para compensar os custos adicionais de entrada e/ou saída do mercado externo, contudo para se explorar estas imperfeições alheias aos seus mercados, os agentes econômicos necessitam possuir algum tipo de vantagens específicas a propriedade, para beneficiar-se e garantir a extração de lucros às empresas (BAUMANN; GONÇALVES, 2015).

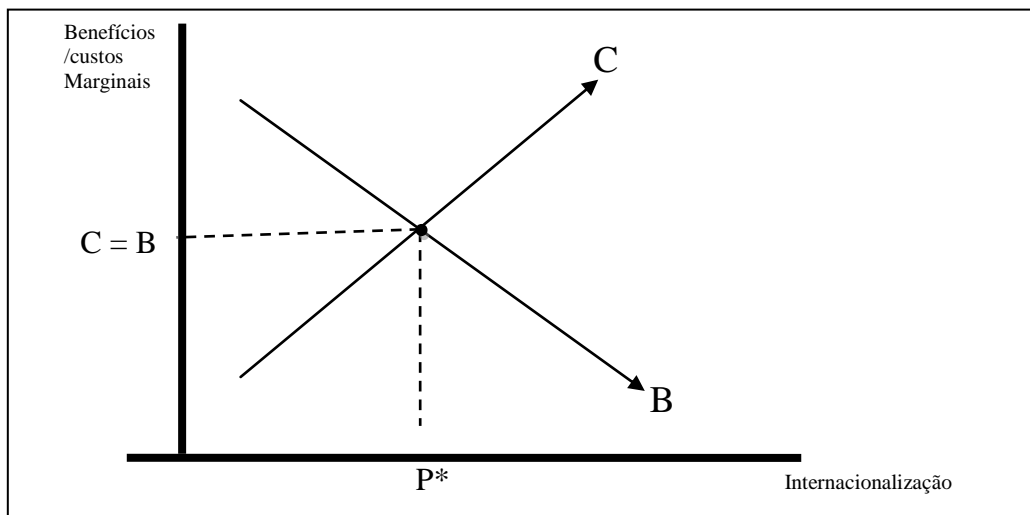
As vantagens específicas à propriedade de uma empresa consiste na posse ou disponibilidade de capital, tecnologia, recursos gerenciais, organizacionais ou mercadológico que possa sustentar algum tipo de retorno esperado, ou seja, essa vantagem será o seu principal artifício para prevalecer-se sobre este novo mercado, uma vez que as empresas conseguem um dado poder de monopólio, e conseqüentemente, lucros extraordinários, assim “a internacionalização da produção permite a empresa, pela exploração dessas vantagens específicas à propriedade, ampliar seus mercados em escala global” (BAUMANN; GONÇALVES, 2015, p.169).

Portanto, a internacionalização da produção permite que à empresa, amplie o seu mercado em escala global. Entretanto a sua estratégia de atuação pode ocorrer via internalização (ID ou Exportações) ou externalização (relação contratual). O que defini a estratégia será a relação custo X benefício da internacionalização da produção. Os benefícios estão basicamente na redução dos custos de transações associadas às relações contratuais que trata das ações de transferências de ativos específicos às suas filiais, além da redução de riscos e incertezas como um possível não pagamento por parte dos contratados. Por outro lado, o avanço da internalização, leva a custos marginais crescentes, tendo em vista que, com o aumento das operações exteriores, ocorre uma tendência de “encarecimento” da relação entre matriz e filial, como os custos de monitoramento, treinamento, administrativos, entre outros.

No gráfico 1 é ilustrada a relação entre benefícios e custos de internacionalização da produção empresarial. O ponto ótimo da internalização da produção ( $P^*$ ) é dado pela interseção das retas de benefício (B) e custos (C), onde os benefícios e custos marginais se igualam na mesma proporção, sendo indiferente o modo de atuação. À esquerda do ponto  $P^*$  onde os benefícios marginais são superiores aos custos marginais, a empresa decide por atuar no mercado externo, explorando as suas vantagens específicas à propriedade via exportação ou investimento direto. Contudo, quando essa relação se inverte, ou seja, os custos marginais são superiores aos benefícios evidenciando uma relação à direita do ponto  $P^*$ , a empresa

decide por externalizar a produção via contratação. Dado os custos superiores aos benefícios as empresas não visualizam grandes proveitos em se instalar dentro da economia externa, ela prefere atuar externamente por meio de contratos internacionais.

**Gráfico 1:** Internacionalização Versus Externalização



Fonte: Elaboração própria com base em Baumann e Gonçalves (2015).

#### 1.2.2.1 Formas de internacionalização da produção

O modo de inserção no mercado internacional pode assumir diversas formas em face de um amplo conjunto de atividades que os negócios internacionais apresentam, além de determinadas características dos países de destino, como a dimensão do mercado, riscos políticos, perspectivas de crescimento do mercado pretendido, entre outras (DUNNING, 2000). Já Barbosa (2004) atribui esta inserção ainda ao fato da natureza produtiva das operações empresariais, das características do produto, da sua quantidade demandada e das barreiras comerciais que alguns países podem apresentar. Deste modo é possível verificar diversas modalidades de entrada nos mercados externos, via setor produtivo, como a exportação, a contratação e o investimento Direto.

- **Exportação**

Pode-se compreender como exportação a atividade voltada para o mercado externo, sem uma implantação estável e permanente de uma organização no exterior na forma de uma filial ou subsidiária. Esta seria a forma mais simples e com menor risco, envolvimento e

incertezas de se relacionar comercialmente com o mercado externo. As exportações caracterizam-se por uma demanda mínima de capital, de grau simples para ser iniciada ou encerrada, e serve como base para a inserção fixa, ou seja, traduzida em um investimento duradouro de capital. Existem três modalidades de exportação: 1º Direta 2º intermediária e a 3º cooperativa. (BARBOSA, 2004).

A exportação direta se dá através da venda do produto por meio de operações da própria organização, estabelecendo um próprio departamento para gerenciamento do produto no mercado externo, é a modalidade onde se tem um maior vínculo entre a empresa exportadora e o mercado externo consumidor.

A exportação indireta ocorre quando a empresa que deseja exportar utiliza-se de intermediários domésticos como agentes exportadores para atuar vendendo o seu produto, é uma modalidade simples, rápida, com risco de envolvimento pequeno, assim como os custos que representa um valor reduzido se comparado às demais modalidades, contudo por não se efetivar um veículo íntimo entre empresa e mercado, pode resultar em descontrole das vendas.

E por fim a modalidade de exportação cooperativa, que seria quando uma empresa exportadora utiliza a rede de canais de distribuição de outras empresas locais para vender seus produtos no mercado externo, à lógica desta modalidade é se “utilizar” de empresas de bens complementares para se associa. Esta modalidade não é muito utilizada em países como o Brasil, por seu passado protecionista, contudo no resto do mundo ela é uma modalidade extremamente popular para se envolver com uma economia externa, sem maiores vínculos e menores custos (BARBOSA, 2004).

- **Contratual**

Os modos contratuais representam uma forma de transferência de tecnologia, capital ou habilidades humanas de uma empresa, para um parceiro no mercado externo, através de uma associação entre ambos. As principais formas de associações são os licenciamentos, as franquias e as alianças estratégicas.

Através do licenciamento, uma empresa que deseja se internacionalizar, mas sem se envolver com o mercado externo, transfere ou concede uma licença para uma empresa externa utilizar-se de sua propriedade industrial, por meio da fabricação de bens e produtos da sua

empresa, ou através da utilização da marca, ou por *know how*<sup>1</sup>, em troca de *royalties* ou outras formas de compensação, que seja vantajosa para a empresa internacional.

As franquias representam uma forma mais ampla de licenciamento, na qual o franqueador transferir o direito de uso do nome da empresa, da marca e da tecnologia, ou seja, o conceito total do negócio, incluindo os planos de marketing, organizacional e de gerenciamento geral. Sua forma de retorno se assimila ao do modo de licenciamento.

Finalmente se encontra as alianças estratégicas, que são acordos entre duas ou mais organizações para alcançar objetivos significativamente estratégicos, e benéficos para ambos os envolvidos (BARBOSA, 2004). As alianças se diversificam de acordo com o grau de integração entre os mercados, indo desde a organização de vendas coletivas até a fusão de empresas. A forma mais usual deste empreendimento é o *joint ventures*, que seriam empreendimentos formados por parceiros individuais com atividades diferenciadas, normalmente formadas por uma empresa estrangeira e outra nacional, com o intuito de criar um produto para um novo público alvo específico, mas sem a necessidade de uma sede empresarial externa dentro da economia internacional (BARBOSA, 2004).

- **Investimentos diretos**

A última forma de inserção produtiva internacional é o investimento direto, ou investimento produtivo direto. Este investimento pode tomar basicamente duas formas, a aquisição de uma planta já existente, ou a compra de parte das ações de uma empresa no mercado externo, ou iniciar uma produção completamente nova, através da construção e implantação de uma subsidiária ou filiais na economia externa. Como esta é a forma mais difundida da internacionalização da produção no Brasil é válido dar um enfoque para a sua teorização.

### 1.2.3 Teoria do investimento direto

O investimento direto (ID) pode ser definido como o resultado de um ato de comprar por parte de um indivíduo ou organização externa de uma porção de uma organização/empresa interna (BARBOSA, 2004), com o processo de globalização produtiva e

---

<sup>1</sup> *Know-how* é um termo em inglês que significa literalmente "saber como". Know-how é o conjunto de conhecimentos práticos (fórmulas secretas, informações, tecnologias, técnicas, procedimentos, etc.) adquiridos por uma empresa ou um profissional, que traz para si vantagens competitivas.

financeira dificultou a avaliação do *quantum* do capital investido seria de fato um investimento direto produtivo, assim, pode ser considerado investimento direto quando o investidor detém o equivalente a 10% ou mais das ações ordinárias de uma empresa, ou se tornar acionista/sócio com poder de decisão dentro da empresa (CHESNAIS, 1996). Contudo é válido ressaltar que o ID não se dá apenas pela aquisição de parte dos direitos da empresa, essa modalidade de investimento engloba também a transferência de fatores, tecnologia, a implantação de processos de produção e o gerenciamento de recursos humanos.

A teoria Moderna do ID surge como uma crítica ao argumento apresentado pela teoria Internacional do Capital, que diz que o investimento internacional se baseia quase que exclusivamente nas taxas diferenciais de retorno. De acordo com os trabalhos de Hymer (1960 apud BAUMANN; GONÇALVES, 2015, p. 165), existem três razões principais para que empresas estrangeiras se instalem em economias internacionais, levando em consideração fatores locais, estratégicos e preventivos.

A primeira razão seria a vantagem competitiva que empresas com investimento no exterior detêm sob as firmas do país receptor do investimento. Quanto maior a vantagem maior seria a taxa de retorno do capital. As vantagens de uma empresa podem se distinguir em dois tipos; a primeira admite-se ser de natureza estrutural, derivada de posses de ativos específicos como patentes, marcas, capacidade tecnológica, capacidade produtiva, fatores humanos, entre tantas outras, a segunda admite-se ser de natureza transacional, derivada da capacidade de gerenciamento global, da hierarquia e da metodologia (cultura da empresa) características das multinacionais.

A segunda razão apontada por Hyme seria uma espécie de investimento preventivo ou defensivo, “as firmas investem no exterior a fim de antecipar-se a competição” (BAUMANN; GONÇALVES, 2015, p.165). Há vários fatores para que este investimento ocorra, o principal deles seria por conta da questão das barreiras à entrada, que as empresas estrangeiras já estabelecidas, teriam como vantagem sob as empresas entrantes, afinal dependendo da estrutura de mercado que esta se estabeleça e/ou o regime político vigente no país, os custos de entrada podem ser tornar progressivamente alto, além da confiança na marca e nos produtos já desempenhada pelas empresas que já atuam na economia há mais tempo, podendo também levantar a hipótese de que as empresas já estabelecidas obtenham insumos a preços mais competitivos, sendo assim é coerente dizer que as empresas que decidem pelo investimento preventivo, buscam “ganhar” a confiança do consumidor e se consolidar no mercado perante as ofensivas que pode surgir por outras empresas que buscam a internacionalização.

A terceira e última razão seria a redução do risco por meio da diversificação, em termo do número de mercados em que a firma tem atividade, ou seja, uma empresa que possuem filiais em vários países estará menos vulneráveis em termos de crise do capital do que uma empresa pouco diversificada territorialmente (HYMER, 1960 apud BAUMANN; GONÇALVES, 2015, p. 165).

Esta razão é baseada no atrativo locacional de diferentes países ou regiões, sendo, quanto maior a dotação de fatores relevantes em determinada localização, sejam eles naturais, como recursos naturais, ou criados, como isenção fiscal, e que não possa ser deslocado para outras regiões do país ou transcenda as barreiras entre países (imóveis), que sejam determinantes para a exploração das suas vantagens específicas, mas as empresas optarão em concentrar o seu investimento em determinado lugar (DUNNING, 2000).

#### 1.2.3.1 Classificações do investimento externo direto

Superadas as razões que incentivam o ID, Dunning (2000), classifica o investimento direto em quatro perfis distintos, que podem vir a surgir da interação das razões supracitadas, a *resource seeking*; *market seeking*; *asset seeking*; *efficiency seeking*. O primeiro perfil tem como objetivo principal gerar fluxos de exportação, com base na aquisição de recursos específicos, a baixo custo para a produção de bens. Este tipo de estratégia é muito comum a grandes companhias que verticalizam as suas produções, dividindo-se em múltiplos países, a fim da composição mais competitiva para o seu produto, essa modalidade tende a gerar baixa interação entre as empresas e a economia local, pois a primeira tende a se instalar de forma predadora e extrativa.

O segundo perfil está voltado exclusivamente para as atividades do mercado interno, mas com base em dada aproximação entre países vizinhos, estes investimentos deram lugar a importantes fluxos de exportação em alguns países em desenvolvimento, como no caso do Brasil, por intermédio das políticas de integração regional estabelecidas com alguns países da América Latina por meio do acordo de Mercado Comum do Sul (MERCOSUL). Contudo esta modalidade vem evidenciando “baixa atualização das filiais em engenharia de produtos e processos, impactos negativos sobre o balanço de pagamentos e formação de estruturas oligopolistas em economias fechadas” (CARMINATI; FERNANDES, 2013, p.147).

O terceiro perfil se caracteriza principalmente por se concentrar apenas na compra de empresas já existentes no mercado. Isto foi o que ocorreu na década de 1990 em grande parte do mundo, principalmente no Brasil e países da América Latina, quando a entrada de IDE se

concentrou principalmente na forma de fusões, aquisições e *joint-ventures* ocorridas entre as grandes empresas globais.

E por fim o quarto perfil que tem como objetivo central o aproveitamento do mercado doméstico, buscando a obtenção de economias de escala e especialização intracorporação. As plantas locais se reconvertem por meio da produção e exportação de partes, componentes e insumos, as outras filiais da corporação (CARMINATI; FERNANDES, 2013).

### 1.3 O balanço de pagamentos da economia brasileira

O balanço de pagamentos é o registro contábil, de forma sistemática de todas as relações de troca (transações econômicas) entre residentes e não residentes de um país com o resto do mundo durante certo período de tempo (NASCIMENTO; SOUZA, s/d; BLANCHARD, 2011). O BP segue as normas internacionais do FMI, baseada no princípio de das partidas dobradas, ou seja, para cada entrada de crédito existe uma saída de débito, assim o saldo do balanço de pagamentos tende a ser igual a zero no agregado, mesmo este apresentando Superávits ou Déficits no saldo das subcontas (MUELLER, 2011). Deste modo é coerente afirmar que o BP é um importante instrumento de análise econômica, por permiti acompanhar os fluxos econômicos internacionais (FEIJÓ; RAMOS, 2004).

#### 1.3.1 Estrutura do balanço de pagamentos

A estrutura do balanço de pagamentos consiste em um conjunto de três contas analíticas e duas outras contas de registro contábil agregadas, a saber: a conta de transações correntes (TC), conta de capitais (CC), conta financeira (CF) e erros e omissões (EO) (FEIJÓ; RAMOS, 2004). Conforme equação abaixo:

$$BP = CF - (TC + CC) + EO$$

As contas analíticas do balanço de pagamentos já citadas, são subdivididas em outras. O grupo de transações correntes agrega quatro subcontas, a saber: a balança comercial; o balanço de serviços; o balanço de renda; as transações unilaterais. A balança comercial registra as transações de compra e venda de bens perante valores “*free on board*” entre residentes e não residentes, sobre a rubrica de exportação e importação. O balanço de serviço registra os valores oriundos à prestação de serviços em transações de residentes e não

residentes. O balanço de renda registra as receitas provenientes a pagamentos, salários, juros e aluguéis e por fim a conta de transações unilaterais de renda que corresponde às receitas e despesa de donativos sem contrapartida de aquisição de bens (FEIJÓ; RAMOS, 2004).

A conta de movimento de capitais registra a movimentação de recursos financeiros entre residentes e não residentes, esta se divide em duas contas, a saber: a conta de capitais e a conta financeira. A conta de capital registra a transferência unilateral de ativos reais, financeiros e intangíveis, envolvendo direitos de propriedade em vez da renda. Já a conta financeira, registra os fluxos de capitais em forma de investimento estrangeiro no país ou brasileiro no exterior, além de empréstimos, amortizações, outros investimentos, derivativos, entre outros.

A terceira conta do balanço de pagamentos, erros e omissões, teria um caráter puramente técnico, segundo a explicação:

Ao se realizar lançamentos no balanço com base em diversas fontes de informações, obtém-se um conjunto coerente de lançamentos a crédito e a débito, cujo total líquido é teoricamente igual a zero. Na prática, contudo, uma vez somados todos os lançamentos, o balanço totaliza um saldo líquido diferente de zero em razão de discrepâncias temporais nas fontes de dados utilizadas. Isso torna necessário o lançamento de partida equilibradora para o balanceamento das contas. Os erros e omissões se prestam a compensar toda sobrestimação ou subestimação dos componentes registrados (BCB, 2001).

Enfim se encontra a conta de haveres monetários ou variação divisas, que registra a variação da moeda de divisas de acordo a dinâmica das demais contas respeitando o método das partidas dobradas (NASCIMENTO; SOUZA, p. 5, s/d). Esta conta funciona também como a conta FMI, que se refere aos “pagamentos ao Fundo Monetário Internacional por conta de um empréstimo tomado pelo Brasil com o objetivo de garantir o pagamento aos credores internacionais em momentos de turbulência e escassez de divisas” (PRATÉS; REZENDE, 2015).

Dito de outro modo à conta de haveres reflete a situação monetária (expressa na quantidade de divisas) de um país, e se este pode honrar todos os seus compromissos. No caso brasileiro, esta conta sempre apresenta variações, e por muitas vezes apresentou déficits expressivos que contribuía para o aumento da dívida externa, quando isto ocorre é necessário a solicitação de empréstimos ao FMI para equilibra o saldo do balanço de pagamentos, “mas, para isso, impõe condições a respeito das políticas que os governos devem implementar” (PRATÉS; REZENDE, p. 72, 2015 ).

### 1.3.2 O equilíbrio do balanço de pagamentos

Com isso o BP tem cinco saldos para se equiparar, são esses: o Saldo da balança comercial, saldo de serviços e rendas, saldo de capital e financeira e saldo global do BP, dessa maneira o seu equilíbrio contábil implica na função:

$$X - M = K + R$$

Onde,

X= exportações de bens e serviços

M= importações de bens e serviços

K= exportação líquida de capital

R= variação de reservas

Então, caso ocorra um déficit no saldo das transações correntes (bens e serviço) ele deve ser financiado pelo saldo da conta de capital e financeira, se esse último não for suficiente, as reservas de divisas do país deverão ser utilizadas, e em restante, se encontra o recurso da ajuda por empréstimo junto ao fundo monetário internacional (BAUMANN; GONÇALVES, 2015).

Numa visão mais profunda, Baumann e Gonçalves (2015), salientam que em uma situação de déficit, o país importou um valor de bens e serviços além do que gerou, isso significa que o resto do mundo financiou e usufruiu deste gasto, por conseguinte, eles deixam claro que há um limite para o uso de poupança externa, e que uma economia não pode depender de recursos externos de forma ilimitada, como comentado por estes autores,

Economias em desenvolvimento têm, quase por definição, limitações para a geração de recursos. Ou sua base produtiva é limitada, e suas exportações dependem da situação favorável do mercado internacional para uns poucos produtos, ou sua tecnologia desenvolvida em outros países, e tem de pagar *royalties* em volumes expressivos [...] De modo geral, portanto, as economias em desenvolvimento tendem a apresentar déficit estrutural em sua conta de serviços e rendas, e frequentemente déficit em transações correntes (BAUMANN; GONÇALVES, 2015, p.221).

Com isso, Baumann e Gonçalves alertam ao fato de que o equilíbrio puramente contábil pode ser “traíçoeiro”, afinal a mesmo pode esconder uma situação de repressão às importações, podendo apontar baixo potencial do ritmo da atividade econômica e do nível de bem-estar assim. Isso leva a crer que associar o equilíbrio do balanço de pagamentos apenas a dimensão contábil pode gerar resultados inesperados.

Deste modo é coerente afirmar que uma definição mais significativa para o equilíbrio do BP, daria ênfase ao contexto do qual o país poderia pagar as suas obrigações externas sem que para isso reduzisse a sua atividade a um nível menor que o desejável, ou mantivesse políticas econômicas de restrição à importação e incentivos excessivos as exportações, sendo caracterizado como um equilíbrio econômico. Sendo assim, para fugir desses ajustes e garantir um equilíbrio estável nas contas externas, é necessária a obtenção do equilíbrio simultâneo nos diversos mercados do sistema econômico internacional (BAUMANN; GONÇALVES, 2015).

## **2 POLÍTICAS MACROECONÔMICAS QUE FAVORECERAM O INGRESSO DO CAPITAL EXTERNO NO BRASIL**

No presente capítulo será realizada uma breve revisão da economia brasileira durante os mandatos presidenciais de Collor ao primeiro mandato Dilma (1990-2014), focando nas políticas econômicas que favoreceram, de algum modo, a entrada dos fluxos de capitais externos na economia nacional.

### **2.1 Experiências passadas**

#### **2.1.1 Inserção nacional na neoliberação da economia mundial – Collor/Itamar**

Fernando Collor de Melo foi o primeiro presidente eleito democraticamente no Brasil após o fim da Ditadura Militar (1964-1985). Em seu discurso eleitoral, Collor propôs uma plena mudança com o passado inflacionário do Brasil. A conjuntura interna no início dos anos de 1990, apontava uma inflação acima dos 80% ao mês, acompanhada por uma estagnação do produto, condições precárias da sociedade e uma dívida externa alarmante. Tais fatores foram induzidos pelos choques do petróleo, ocorridos durante a década de 1970, que desconstruiu de vez as bases do milagre econômico nacional.

Para isso Collor rompeu com o modelo de crescimento e desenvolvimento nacional, causando-lhe pequenas mudanças com o objetivo de estabilizar a economia brasileira. Tais reformas possuíam como pano de fundo as medidas neoliberais, descritas no Consenso de Washington (1989), que tinha como propostas, basicamente, a privatização e liberalização comercial e financeira. Sendo assim, pode-se afirmar que a ideia de Collor era transformar a economia brasileira, retirando-a de uma situação de “autossuficiência”, transformando-a em uma economia mais competitiva e apta para comercializar de forma mais intensa com o mercado internacional, objetivando a estabilização da inflação (GIAMBIAGI et al, 2011; CARVALHO, 2003).

Tomando como base este quadro, foi elaborado o plano Collor I (1990), do qual visava realizar reformas nas áreas monetária, fiscal e administrativa, a fim de restabelecer a estrutura nacional. A reforma centrou-se na compreensão monetária, por meio do “sequestro da

liquidez”<sup>2</sup>, e na restituição da capacidade do banco central em fazer a política monetária mais ativa, uma vez que ela estava à mercê do mercado financeiro e da moeda indexada. Tudo isso tinha como objetivo frear as pressões inflacionárias, e conseqüentemente reduzir o índice de inflação.

A reforma fiscal se objetivou em promover um ajuste fiscal da ordem de 10% do PIB, eliminando um déficit de 8% e gerando um superávit de 2% do PIB. Isso se realizaria por meio da redução dos custos da rolagem da dívida pública, cortes de subsídios e incentivos fiscais, o aumento de impostos e criação de novas tributações.

Já a reforma administrativa centrava-se no programa de privatizações, na melhora dos instrumentos públicos de fiscalização, arrecadação e combate a fraudes, além do congelamento e desindexação dos salários, mudança do regime cambial para taxas flutuantes e a abertura comercial, tais ações serviriam para reduzir os gastos públicos (GIAMBIAGI et al, 2011; GREMAUD et al, 2009).

A abertura comercial se desenvolveu junto ao processo de liberalização econômica nacional e tinha como objetivo reestruturar o sistema produtivo, para isso foi instituído o fim das tarifas de importação. Esta ação tinha como propósito aumentar a concorrência dos bens produzidos internamente, pressionando a elevação da qualidade do produto nacional, além de ajustar o preço dos produtos internos, por meio da concorrência dos bens importados.

O programa de privatização, criado em meio ao Programa Nacional de Desestatização (PND), teve como objetivo central, realizar um ajuste fiscal, por meio da venda das instituições públicas que não estavam contribuindo positivamente para a economia nacional para a iniciativa privada, ou seja, as instituições que se julgavam como prejudiciais à saúde pública foram absorvidas pela iniciativa privada principalmente pela internacional. Este programa perdurou por alguns anos e serviu como um precursor para a entrada do capital externo no Brasil, levando ao estreitamento do país com o comércio internacional, intensificando a função comercial e de investimento (GIAMBIAGI et al, 2011; GREMAUD et al, 2009).

Como o plano Collor I não obteve efeito em médio prazo já em 1991 foi lançado o plano Collor II que tinha como finalidade, além dos objetivos do plano anterior, a realização de uma reforma financeira. Esta por sua vez, visava à eliminação da taxa *overnight* e outras formas de indexação, aliados ao congelamento de preços e salários e da racionalização dos

---

<sup>2</sup> Terminologia usada por GIAMBIAGI *et al* (2011) para justificar a ação da política monetária do plano Collor I, do qual foi bloqueado todas as aplicações financeiras que ultrapassassem um limite estipulado, em um período determinado.

gastos da administração pública. Contudo, os resultados não surtiram o efeito esperado graças ao clima político que se instaurava com o impedimento do então presidente Fernando Collor de Melo, aliados ao descontrole das políticas monetárias, cambiais e com a alta nos níveis de inflação (GIAMBIAGI et al, 2011; GREMAUD et al, 2009).

Itamar Franco tomou posse da presidência da República em outubro de 1992, mas pouco fez na questão da estabilização de preços e manutenção das políticas macroeconômicas, neste ano. Em 1993 sob a condução do ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso, foi dado início ao plano de estabilização que mais tarde veio a ser conhecido como Plano Real. Este plano não seria adotado de surpresa, mas sim gradualmente, além de não recorrer a congelamentos de preços, mas a uma “substituição natural” da moeda. Para isso o plano contou com três fases distintas e correlatas, sendo estas o ajuste fiscal, desindexação da economia e reforma monetária e âncora nominal (GIAMBIAGI et al, 2011).

#### 2.1.1.1 O Plano Real

A fase I do Plano Real o ajuste fiscal, conforme estes autores, foi implantado com o programa de ação imediata (PAI) de 1993 e tinha como objetivo, grosso modo, equilibrar as contas públicas. Isso seria constituído através da desvinculação de algumas receitas do Governo Federal, baseado em três elementos principais: corte de despesas, aumento de impostos e diminuição nas transferências do Governo Federal. O aumento das arrecadações se daria principalmente pela criação de um novo imposto provisório sobre movimentações financeiras, o IPMF que tinha uma alíquota de 0,25% sobre o valor de qualquer operação financeira. Outro elemento do ajuste fiscal foi a aprovação do Fundo Social de Emergência (FSE), este seria alimentado, a princípio, por 15% da arrecadação de todos os impostos, esses recursos estariam isentos das vinculações despesas determinadas pela constituição de 1988<sup>3</sup>, ou seja, o FSE ampliaria os recursos a disposição do governo.

A fase II do Plano buscava eliminar o componente inercial da inflação, isto é, zerar a memória inflacionária da população, para isso foi utilizada um novo sistema de indexação diária, se utilizando de uma “quase moeda” para substituir parcialmente a moeda inflacionada, assim era a proposta da Unidade Real de Valor URV que funcionava como unidade de conta do cruzeiro, sendo corrigido diariamente pela taxa de inflação medida por um conjunto de

---

<sup>3</sup> A Constituição de 1988, fruto de uma reforma tributária, extinguiu impostos federais cumulativos e descentralizou a receita, em prol de uma divisão e participação maior dos tributos para o Estado e Município.

índices, sendo estes (IGP-M, IPC-FIPE e IPCA - Especial). O preço de todas as mercadorias e rendimentos era expresso no valor da URV diária, mas transacionada em cruzeiro, sem choques ou congelamentos de preço, assim quando todos os preços estavam equalizados o governo introduziu a nova moeda, o Real em 1º de julho de 1994.

A fase III foi iniciada com uma medida provisória (MP 542) que apresentava um conjunto de medidas sobrepostas, entre elas o lastreamento da moeda doméstica ao Dólar, com paridade de 1:1, podendo sofrer algumas alterações, a fixação de limites máximos para a base monetária por trimestre e a introdução de mudanças no conselho monetário nacional buscando dar maior autonomia ao Banco Central. Com isso pretendia-se criar um mecanismo que funcionasse como um a âncora monetária com o intuito de segurar a demanda pós-plano e desestimular processos especulativos, conciliados com algumas medidas como o aumento da arrecadação do depósito compulsório, mas conforme o andamento do processo não se consolidava com o esperado, tendo várias metas não sendo alcançadas, abandonou-se em parte a âncora monetária em prol da âncora cambial, essa de modo em geral serviria como uma forma de controle da inflação por meio da concorrência dos produtos importados.

Este período foi marcado por um fator diferencial, a intensificação dos fluxos de capitais externos para o Brasil, como consequência do programa de privatização e a abertura comercial e estabilização interna. Além dos investimentos de cunho produtivo, o período propiciou um elevado crescimento do investimento de portfólio beneficiado pelo Plano Brady<sup>4</sup>, o que levou a uma inserção voluntária dos fluxos de capitais externos, ocasionando uma grande ampliação das reservas internacionais de capitais, um dos fatores que levaram a vitória do Plano Real.

### 2.1.2 Pós-estabilização: governo FHC

Impulsionado pelo sucesso recorrente ao Plano Real, que reduziu a inflação a patamares aceitáveis, Fernando Henrique Cardoso o então Ministro da Fazenda e principal responsável pela execução do plano, é eleito em 1994, para o seu primeiro mandato como Presidente da República (1995-1998), sendo reeleito em 1999 para ficar no cargo até 2002. Os

---

<sup>4</sup> O plano Brady foi um plano de reestruturação da dívida externa de alguns países. Tinha como elemento essencial a novação da dívida objeto de reestruturação, mediante a troca por bônus de emissão do governo do país devedor, que contemplavam abatimento do encargo da dívida, seja sob a forma de redução do seu principal, seja por alívio na carga de juros. No caso brasileiro, o acordo firmado em abril de 1994 referia-se apenas à parte da dívida do setor público com bancos comerciais estrangeiros. O desconto efetivo associado ao acordo foi de 7,6% do valor da dívida afetada pelo acordo. (BCB, 2016).

dois mandatos foram permeados por crises internacionais e por uma condução liberal da política econômica (GIAMBIAGI et. al., 2011).

Logo em 1995, a economia interna se confrontou com algumas adversidades a sua estabilização, sendo algumas delas o superaquecimento da economia ocasionado pelo boom do consumo que havia crescido fortemente pela estabilização inicial, a elevação da demanda por alguns bens e a crise cambial mexicana, que abalou os mercados internacionais e principalmente os emergentes, pondo a prova o regime de cambial rígido adotado pelos países emergentes, para o Brasil a Crise do México causou uma deterioração da CF e arrefecimento da entrada de capitais estrangeiros, que foi de uma margem de US\$ 43 bilhões, em 1994, para cerca de US\$ 34 bilhões em 1995 (GIAMBIAGI et. al., 2011).

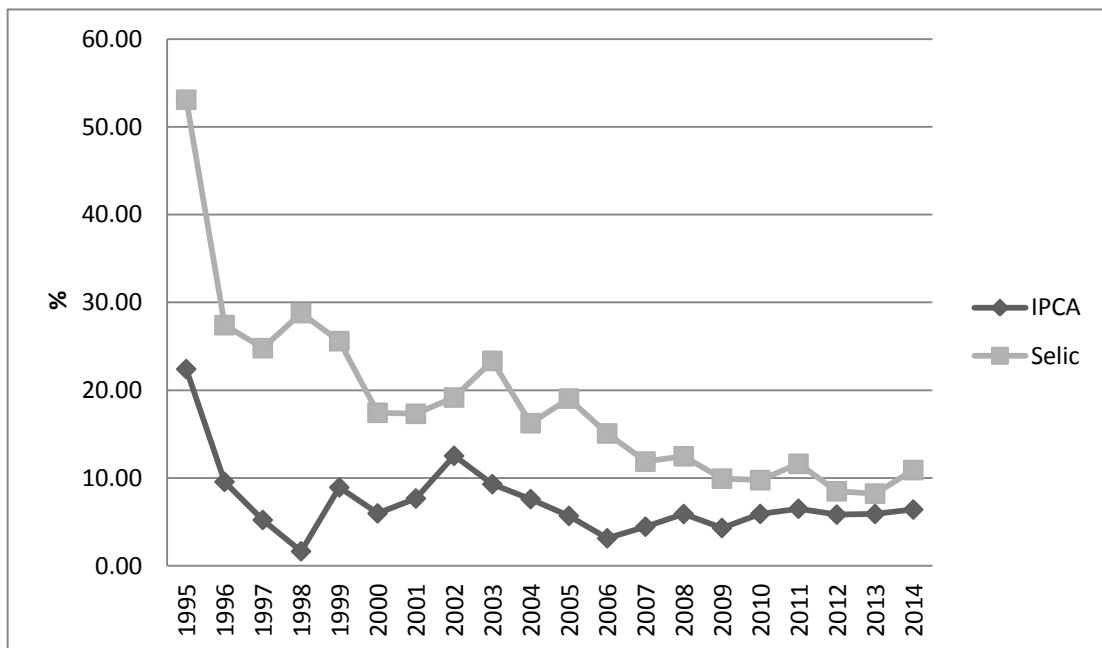
Para contornar tais fatores, FHC derivou algumas medidas para amenizar os problemas, sendo estas: o esquema de desvalorização cambial controlada pelo Banco Central (minidesvalorizações) e a elevação da taxa de juros real. As medidas adotadas obtiveram êxito quanto à redução da inflação, conforme pode ser observado no gráfico 2, e contenção das reservas internacionais, mas em contrapartida, as mesmas ocasionaram uma situação de crescente desequilíbrio externo e uma grave crise fiscal (GIAMBIAGI et. al., 2011; DAER, 2013).

O desequilíbrio externo, grosso modo, foi causado por uma deterioração da conta de transações correntes, levados pelo descompasso entre o volume de importação frente o de exportação, sustentado basicamente pela política cambial. Mesmo com o regime de minidesvalorizações, o Governo não conseguia segurar a forte tendência ao apreciação da taxa de câmbio e conseqüentemente da redução da competitividade da produção nacional. Conforme colocado por Filgueiras (2006) a estratégia de câmbio valorizado foi o principal motivo do desequilíbrio externo no governo FHC, pois esta atinge os diversos segmentos produtivos da economia, acarretando em concentrações, fusões e centralização de capitais, além da desnacionalização e desestruturação de cadeias produtivas, responsável pela falta de concorrência do produto nacional.

Contudo, de acordo com Giambiagi et. al.(2011), o desequilíbrio externo se deu, além do descompasso das importações frente às exportações, pela política de financiamento do déficit da conta corrente por meio da entrada de capital externo, pois os mesmos geravam uma espécie de endividamento por meio da remessa dos lucros, juros e dividendos. Sendo assim, a política cambial estava restrita, parcialmente, ao seu confronto com os preços internos e em segura uma crise cambial quase eminente.

Deste modo é coerente afirmar, que a decisão do Governo em manter o câmbio valorizado para assegurar o controle da inflação, ou seja, manter a estabilização da economia nacional gerou externalidades para a economia brasileira, tal como a intensificação do processo de desequilíbrio externo. Essas externalidades foram apresentadas na deterioração da indústria, explosão dos bens importados e baixo desempenho do PIB.

**Gráfico 2:** Média anual do IPCA e SELIC Pós - Plano Real



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IPEA (2015).

A permanente política de taxas de juros elevadas, a fim de assegurar a entrada e permanência de capitais estrangeiros, juntamente com a rolagem da dívida pública, sustou o crescimento do PIB, que passou de 4,22% em 1995 para 0,13% em 1998. Que resultou em uma progressiva crise fiscal, tendo como resultado do seu primeiro mandato um déficit público de mais de 6% do PIB (nominal), déficit primário de 0,91% e uma dívida pública crescente de aproximadamente 30% do PIB. (FILGUEIRAS, 2004).

Com isso a política monetária tornou-se, no primeiro mandato de FHC, o principal instrumento de política econômica governamental, pois era através da manutenção das taxas de juros que ele operava na contenção da inflação e na atratividade do país frente ao capital estrangeiro, uma vez que o capital compensava os elevados déficits da conta de transações correntes e ainda consolidou “âncora cambial”. E para isso, os juros necessariamente

deveriam se manter em um patamar real elevado, como pode ser observado no gráfico 2, a taxa de juros SELIC se manteve alta em todo o governo FHC, com ênfase ao ano de 1999 onde o Brasil sofreu com a crise cambial, sendo aplicada a cada choque especulativo externo, no intuito de conter a fuga de capitais e manter elevados os níveis das reservas internacionais (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JUNIOR, 2009).

No campo dos investimentos, durante o período compreendido entre 1995 a 2002, o Brasil vivenciou um boom do ID, contudo, a taxa de investimentos resultante da Formação Bruta de Capital Fixo em relação ao PIB teve tendência decrescente ao longo dos anos, excerto no ano de 1997, onde a FBCF teve uma sucinta melhora, isso se deve em parte às empresas multinacionais que aqui se instalaram se limitando, em sua maioria, a comprar parques fabris já prontos, por meio do programa de privatização, e inseriram em setores voltados a economia doméstica, sem competitividade para a exportação.

Sendo assim, o ingresso de capital estrangeiro, em vez de sanar o problema da deterioração das contas externas, estendeu seu agravamento por dois motivos: primeiro porque elevou a parcela de remessas de lucros e dividendos ao exterior, passando de US\$ 619,5 milhões nos anos de 1991/92 para uma média de 3,7 bilhões em 1995/96; em segundo lugar, o capital estrangeiro instalado voltado a atender a demanda interna exigiu ainda mais importações, pressionando os já agravados déficits em conta corrente (DAER, 2013).

A passagem do primeiro para o segundo governo FHC foi marcada pela forte especulação sobre o câmbio, proveniente das grandes crises cambiais dos países emergentes México (1995), na Ásia (1997) e Rússia (1998), conforme já sinalizado, em 1999 a situação do Brasil se tornava insustentável dado manutenção do câmbio valorizado, da qual o mercado não respondia mais aos juros elevados e as reservas internacionais continuavam caindo em alta velocidade.

Tendo como base este quadro, o segundo mandato de FHC foi um período de intensa mudança no regime macroeconômico vigente, pautado nos acordos com o Fundo Monetário Internacional (FMI) que se iniciaram ainda em 1998, viabilizando-se por meio da implantação e consolidação do novo regime de política macroeconômica, o “tripé Macroeconômico” sendo composto,

Por i) metas para o superávit primário do setor público, estabelecidas de forma a garantir a convergência da relação entre dívida pública e o PIB para níveis razoáveis; ii) câmbio flutuante, como variável de ajuste para garantir o equilíbrio do balanço de pagamentos; e iii) sistema de metas para a inflação, estabelecendo uma âncora para as expectativas inflacionárias (em substituição à âncora cambial) e definindo a política de juros como instrumento de controle da inflação (RIBEIRO, 2015, p.139).

A primeira ação no âmbito fiscal foi à introdução do plano de estabilidade fiscal, do qual passou a estipular um patamar de superávit primário do setor público, necessário para a estabilidade da dívida pública. Para manter este controle, foram criadas metas de superávit primário, desenvolvidas para estabilizar a razão entre a dívida líquida do setor público e o PIB. Para assegurar o plano à vista do volume das despesas crescentes, o Governo optou por aumentar a carga tributária, creditada ao fato da incapacidade das aprovações das reformas tributária e previdenciária e medidas voltadas para a contenção de despesas no período citado (OLIVEIRA; TUROLLA, 2003).

No âmbito cambial a mudança veio logo nos primeiros dias do segundo mandato, tendo o sistema de bandas cambiais sendo substituído pelo regime de câmbio flutuante, ou flutuação suja como defende alguns autores, estes sinalizavam que após a crise cambial que afetou o Brasil em 1999, as autoridades financeiras passaram a intervir na compra e vendas de divisas para controlar o mercado de câmbio. O principal ponto positivo desta introdução foi o ajuste da conta corrente do balanço de pagamentos, a reversão do déficit em conta corrente deu-se não apenas pela depreciação do câmbio real, mas também pela reversão das remessas de lucros ao exterior (OLIVEIRA; TUROLLA, 2003).

A principal mudança na área monetária foi a substituição do regime monetário subordinado à âncora cambial para o regime de metas de inflação. Nesse novo sistema, o compromisso do Banco Central passa a ser com o nível da inflação, uma vez que a defesa de uma dada taxa de câmbio é deixada de lado, com isso a política monetária ganhou mais autonomia, expressa na ilustração acima, onde se tem uma inversão entre o instrumento da contenção dos preços e o equilíbrio externo. O principal instrumento para o cumprimento da meta de inflação é a taxa de juros, que, por meio do seu impacto sobre a demanda, interfere na inflação. Sendo assim a principal consequência desta mudança foi a “perda” da volatilidade das taxas de juros e redução da vulnerabilidade externa (OLIVEIRA; TUROLLA, 2003).

**Quadro 1**– Ilustração da utilização das variáveis macroeconômicas câmbio e juros no combate a inflação e no equilíbrio das contas externas

Período / Objetivo	Contenção Dos Preços	Equilíbrio das Contas Externas
1995-1999	Câmbio	Juros
Pós-1999	Juros	Câmbio

Fonte: Elaboração própria.

Essa nova política, combinado a obtenção de elevados superávits primários, passou a se constituir no centro da política econômica, tendo como instrumento primordial a manipulação da taxa de juros e do montante dos depósitos compulsórios retidos pelo Banco Central. Conforme salientado do Filgueiras (2004), as mudanças do regime cambial, no início de 1999, da política de metas de inflação e o regime fiscal mais rígido não conseguiram reverter, de forma estrutural, a vulnerabilidade externa da economia e a fragilidade financeira do setor público, o que desfavoreceu a retomada sustentada do crescimento.

Nos anos 2000, a economia brasileira voltou a pulsar, registrando uma alta de 4,4% do PIB, contra 0,79% do ano anterior. Essa recuperação foi devida ao retorno dos investimentos diretos estrangeiros, em larga escala e em consequência a valorização do Real. Aliados a isso está a nova tratativa sob o capital estrangeiro, da qual o Governo decidiu abriu novas áreas de exploração para o capital estrangeiro, como os setores da mineração e energia. Além de modificar o conceito de empresa nacional, permitindo que as empresas nacionais com sede no exterior depusessem do mesmo tratamento do que as empresas locais (FILGUEIRAS, 2004).

Mas já em 2001, a economia brasileira recebeu um balde de água fria, resultado da inquietação internacional, com o desenvolvimento da crise Argentina, agravado com os atentados de 11 de setembro e com a grave crise energética, além disso, o país ainda sofria novamente com uma dívida pública explosiva e com elevado passivo externo. Em decorrência disso, as exportações perderam novamente espaço, resultando novamente em uma crise na balança de pagamentos. Com isso aos longos do biênio 2001/2002 o Governo firmou mais dois com o FMI, que resultou em superávit primário e os juros mais elevados, o que firmou a vulnerabilidade externa do país, frente às mudanças na economia internacional (DAER, 2013).

### **2.3. Governo Lula**

O desempenho pouco expressivo do governo FHC aumentaram as expectativas em prol da vitória de Lula nas eleições presidenciais de 2002, tal ação elevou a instabilidade externa por parte dos investidores estrangeiros que via na figura de Lula uma possível ruptura com a ortodoxia, com as políticas de “favorecimento” a entrada de capitais e com uma possível moratória da dívida externa, com isso o ano de 2002 enfrentou uma acentuada saída de capitais estrangeiros, que mais tarde gerou um movimento de depreciação da moeda nacional. Para diminuir o termômetro da economia nacional mais um acordo com o FMI foi

assinado, mas este só foi efetivado, sob a exigência da assinatura do termo de anuência com os candidatos à presidência, que garantisse a continuidade das “políticas economias sadias” para o próximo governo (DAER, 2013).

Ao entrar no Governo, Lula teve uma postura tanto quanto diferente da que era esperado, no seu primeiro mandato (2003-2006) ele reproduziu as políticas macroeconômicas do governo anterior, e em muitas vezes, de modo mais ortodoxo. Já em 2003, a confiança dos investidores internacionais foi reconquistada pela equipe econômica do governo, por meio do combate a tendência acelerada da inflação, com medidas bastante ortodoxas, o que significou em uma elevação da taxa básica de juros, aumento da meta de superávit primário e valorização do câmbio (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JUNIOR, 2008).

Conforme exposto por Filgueiras e Gonçalves (2007), o governo Lula foi marcado pela continuidade do tripé macroeconômico, de metas de inflação, ajuste fiscal permanente e câmbio flutuante. Com o agravante de que Lula aumentou os superávits fiscais primários para além do acordado junto ao FMI, aliados ao fato da interferência no controle do câmbio, por meio da atuação do Banco Central, por meio da compra e venda de divisas, caracterizando o regime de câmbio sujo.

Sendo assim, a política monetária principalmente no período de 2003-2006 ficou centrada na conservação do regime de metas de inflação, pois em 2002 a ela tinha acumulado uma variação de 12,53% no IPCA, o que exigiu do Governo Lula certa responsabilidade na condução da política monetária. A elevação nominal de juros foi ocasionada pelo forte crescimento econômico brasileiro e mundial que pressionava novamente a inflação nacional, que mesmo em escala decrescente obtinha valores de 7,6% em 2004, como resultado o BCB elevava a taxa de juros, a fim de controlar a inflação. Tal manobra se tornou uma característica importante do Governo Lula, que obteve uma rápida e consistente queda da taxa de inflação (OREIRO; DEZORDI, 2006).

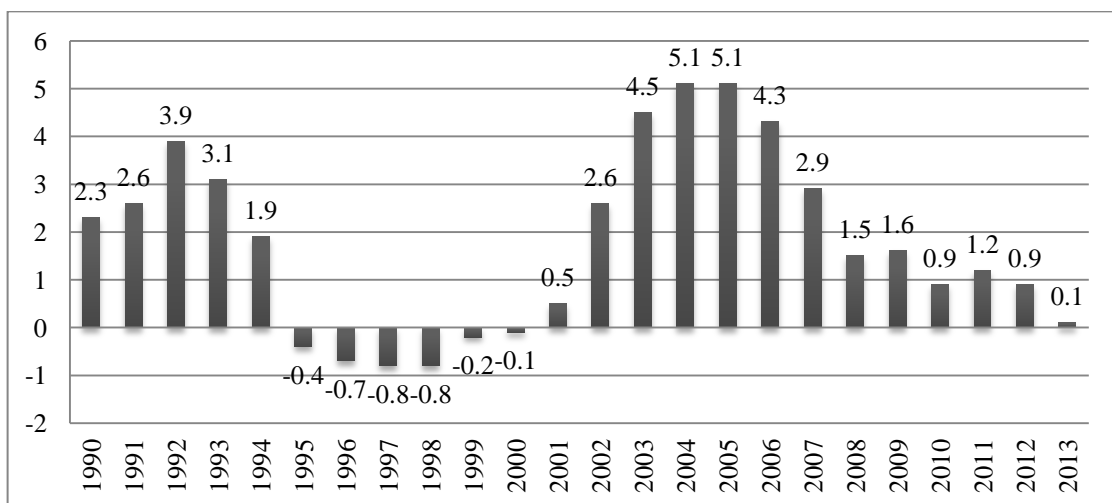
Na área fiscal, o Governo se esforçava para realizar reformas, tais como a da previdência e tributaria, sendo apenas a segunda maturada em alguns programas durante os seus mandatos. Com os compromissos acordados com o FMI no ultimo Governo, da permanência de superávits primários, Lula anunciou uma meta de superávit primário para o setor público não financeiro consolidado de 4,25% do PIB para 2003, estando entre 4,25% e 5% do PIB durante seu primeiro mandato, sendo esta uma das principais marcas do seu governo (OREIRO; DEZORDI, 2006).

Os indicadores conjunturais externos indicavam uma situação muito favorável, em particular para as economias emergentes, que via no ciclo expansivo da economia mundial

uma ampla perspectiva de crescimento baseado no saldo positivo das balanças comerciais. Em 2003, o saldo em transações correntes, passa a ser positivo, sendo este puxado pelo resultado da balança comercial. Mesmo com uma deterioração da conta de serviços e rendas e nas transferências unilaterais, os resultados da balança comercial foram suficientes para manter as transações correntes superavitárias durante todo período 2003-2006, mesmo com uma valorização cambial (SCHLÖGL, 2011).

Ainda de acordo com estes autores, Lula foi amplamente beneficiado pelas condições externas expansão mundial e pela elevada liquidez internacional, durante o seu primeiro mandato, outro fator que ajudou os resultados da balança comercial foi o ciclo de valorização das commodities, que resultou em uma elevação do preço, especialidade da produção brasileira. Tal fato foi possível graças à expansão da China que se emergiu como potência econômica demandando elevadas quantias de commodities agrícolas e minerais, ao mesmo tempo em que se observava prosperidade nas economias centrais, como os EUA conforme pode ser visualizado no gráfico 3.

**Gráfico 3:** Saldo da balança comercial brasileira em (%) do PIB



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IPEA (2015).

Graças a essa nova conjuntura o país passou a ser visado ainda mais pelo capital externo, e frente a isso o Governo Lula criou algumas medidas para o mercado financeiro. Dentre elas estão a unificação dos mercados de câmbio “flutuante” e “livre” e a extinção da CC5 (conta de não residentes), eliminando-se assim os limites de conversão de reais em dólares, alteração no prazo para a cobertura cambial, possibilitando um prazo maior aos os exportadores para internalizar as divisas geradas por suas exportações e por fim tem-se a edição da Medida Provisória 281. Essa medida possibilitou aos investidores internacionais,

passarem a receber benefícios fiscais na modalidade de investimentos em portfólio (SCHLÖGL, 2011).

O movimento de capitais de curto prazo teve um grande salto de crescimento neste período, impulsionado pelas elevadas taxas de juros e pelas possibilidades em virtude da liberalização. Este movimento se sustenta ainda, pela perspectiva de tendência á apreciação cambial e pelos recorrentes superávits em transações correntes. Esses saldos geram credibilidade a economia, que dava indícios de sua capacidade de pagamento em moeda estrangeira.

Portanto, no primeiro governo Lula a inflação permaneceu dentro dos limites estipulados pelo regime de metas. Com o arrocho nos gastos, o ciclo de alta dos juros e a apreciação cambial as taxas de inflação se mantiveram sob controle. O reflexo de todo esse movimento se desdobrou sobre o crescimento do produto. As taxas médias de crescimento do PIB no período em análise foram de 3,5% a.a. nada muito apesar de o crescimento médio do PIB ter sido expressivamente maior do que no governo anterior.

Tais resultados garantiram a reeleição de Lula para o seu segundo mandato (2007-2010). Por conta da ruptura política da transição entre os mandatos, o segundo Governo Lula manifestou uma relativa inflexão na condução da política econômica, mas em sua essência foi mantido a política do tripé - macroeconômico. O Governo instituiu a flexibilização da meta de superávit primário para o setor público consolidado, que passaria de 4,25% do PIB para 3,75%. Buscando aumentar a dinâmica econômica, ainda em 2007 o Governo implementou o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), “que constituía um conjunto de medidas com vistas ao estímulo dos investimentos público e privado em infraestrutura, além de objetivar a melhora da qualidade e o controle da expansão dos gastos públicos” (IPEA, 2015).

Portanto o programa em questão tinha como objetivo alavancar o crescimento da economia brasileira, aumentando os investimentos em setores de infraestrutura, em especial, para aqueles que beneficiavam as exportações competitivas. Para os setores, públicos, privados e novos projetos. Infelizmente os resultados da indústria não supriram a expectativa esperada do período apontado.

Mesmo essa política sendo um grande marco para a economia nacional, a mesma gerou uma contra partida indigesta para o Brasil, afinal a pauta de importações voltou-se para os produtos de média e alta tecnologia, já que o país além de manter o câmbio valorizado se voltava cada vez mais para a produção de bens primário, competitivos na época, agravados pela ausência de uma política industrial ativa. Conforme exposto por Filgueiras e Gonçalves (2007), do ponto de vista estrutural o país reforçou o padrão de especialização produtiva que

tende a distanciar o Brasil da corrida ao desenvolvimento, se distanciando ainda mais, dos países desenvolvidos e mesmo de outros países periféricos.

Mesmo assim, a economia brasileira sustentava resultados bastante significativos, em 2007, o crescimento real do PIB foi de 6,1%, o consumo privado registrou alta de 6,1%, possibilitado pelo aumento do emprego, dos salários, do crédito pessoal, do salário mínimo e de programas sociais, como o Programa Bolsa Família (PBF). Somados a isso está a redução do nível de ociosidade da indústria, causado pelo crescimento do consumo das famílias, gerando estímulos ao investimento, sendo assim, alargando o ciclo virtuoso da economia, embora de forma momentânea.

Este cenário foi favorecido pelo ambiente de estabilidade de preços, que prevaleceu durante boa parte do ano, junto com uma política monetária expansionista. Adicionalmente, no cenário internacional, as exportações de commodities, que sustentavam preços expressivos nunca vistos, garantiram superávits na balança comercial, cobrindo até o elevado volume de importação de bens industrializados que a demanda interna aquecida exigia junto a um cenário de câmbio valorizado (DAER, 2013; IPEA, 2015).

Um fator relevante a ser discutido é que o Brasil, até 2008, foi considerado o quarto destino preferido pelas quatrocentas empresas multinacionais mais importantes do mundo e o segundo mercado mais seguro do mundo, o que tornou a economia brasileira alvo de intensos fluxos de capitais, tanto de portfólio como de ID. Outro gargalo do governo Lula pré-crise foi à redução da dívida externa brasileira, onde se observou uma diminuição da vulnerabilidade externa, tendo em visto que a dívida externa bruta havia caído de 56,4% do PIB em 2001 para 20,6% do PIB em 2007 (DAER, 2013).

Por conseguinte, em 2008 a Crise Global eclodiu no Brasil, mesmo em caráter momentâneo, o país sofreu com a derrocada da economia mundial. A conta de transações correntes até então superavitária, passou a amargar consecutivos desequilíbrios, que perduraram até o fim do governo Lula, fruto da queda no preço e nas quantidades demandadas das commodities no mercado externo, do movimento de apreciação cambial que aquecia a dependência de bens de capitais importados e o esfriamento de outras economias da Europa que caminhava para a crise da zona do Euro.

No primeiro momento, a crise atingiu a economia brasileira através de dois mecanismos, a saber: a interrupção das fontes de financiamento e a queda da demanda mundial pelos nossos produtos exportados. Estes dois fatores, associados a uma conjuntura interna em que o nível de estoques refletia expectativa de demanda crescente, ocasionaram forte redução no nível de produção industrial. Pelo lado da demanda, tanto os investimentos quanto as quantidades exportadas e importadas

também foram bastante afetados pela crise, o que refletiu não só a queda da produção, mas também o aumento de incerteza e a retração da demanda externa (IPEA, 2015, p.182).

Contudo em meio a essa conjuntura, os resultados líquidos dos ingressos de capitais foram expressivos no segundo governo Lula, mesmo tendo em 2008 sofrido com o trancamento dos fluxos financeiros internacionais. Os resultados da conta capital e financeira foram positivos, graças à elevada remuneração dos títulos nacionais, a perspectiva de apreciação cambial e a redução da vulnerabilidade da economia brasileira frente aos choques externos. Com base nessa conjunção de fatores positivos fez com que, em 2008, o Brasil obtivesse o grau de investimento de duas das três maiores agências de classificação de riscos sob os títulos soberanos brasileiros.

Com o impacto da crise, as políticas econômicas tomaram um tom anticíclico, com uma política monetária expansiva, combinada com uma política fiscal baseada em desonerações e programas de transferências de renda. Essas políticas foram o alicerce de sustentação do nível da demanda interna da economia, suavizando os efeitos negativos da retração externa. No que diz respeito ao controle dos índices de inflação, o Governo obteve êxito durante os quatro anos, ficando em 2008 e 2010 acima do centro da meta. Quanto às metas de superávit, os esforços governamentais buscavam manter e trajetória da DLSP/PIB em tendência decrescente, tendo como resultado os superávits consolidados para o período 2007-2010 de respectivamente 3,91%; 4,08%; 2,06% (IPEA, 2015).

## **2.4 Governo Dilma**

Quando Dilma foi eleita presidente do Brasil, a população brasileira obteve uma confirmação da continuidade do governo anterior, ou seja, das políticas baseadas no tripé macroeconômico, alimentada por um leque de instrumentos utilizados para auxiliar as políticas monetárias, cambial e fiscal e das políticas assistencialistas. No entanto, Dilma recebeu uma herança macroeconômica carregada, com uma taxa de juros elevada e uma taxa de câmbio sobrevalorizada, aliado ao fato de que o país não podia mais contar com os elevados preços das commodities exportadas. O cenário internacional encontrava-se deteriorado novamente, devido à recuperação insatisfatória da economia norte-americana e o agravamento da crise da zona do Euro (BRESSER-PEREIRA, 2012).

Mesmo com a continuidade do regime de metas de inflação, a política monetária sofreu algumas alterações na manutenção do seu principal instrumento, a taxa de juros. O que

possibilitou uma ampliação do grau de liberdade de ações do BCB, substituindo a estratégia de elevação tempestiva da taxa de juros pela elevação gradativa, aguardando o efeito das medidas de controle de crédito macroprudencial. A estratégia gradualista de combate à inflação foi acompanhada por uma série de medidas, a saber: Restrição ao crédito ao consumo, controle dos fluxos de capitais e imposições de limites às operações especulativas de investidores estrangeiros com derivativos cambiais (CAGNIN et al, 2013). O agravamento do quadro internacional ocasionalmente reduziu a taxa de inflação, dando uma maior margem para desenvolver uma política de redução da SELIC, que fechou o ano de 2012 com uma taxa de 7,29% tornando o custo do capital mais próximo dos custos internacionais (CAGNIN et al, 2013; DAER, 2013).

Como a herança deixada correspondia também a um câmbio apreciado, a política cambial foi marcada por um nível maior de comprometimento, mesmo se mantendo o regime de flutuação suja, o Governo lançou mão de um conjunto de instrumentos para alcançar os objetivos definidos, que seria: a mitigação da volatilidade cambial. O objetivo era estabelecer o controle da inflação, estabilidade financeira e do acúmulo de reservas, voltado para a redução da vulnerabilidade externa. Esses instrumentos correspondem à elevação da alíquota do IOF sobre os investimentos estrangeiro de portfólio e empréstimos, mesmo entre firmas, a regulação financeira prudencial e regulação das operações com derivativos cambiais, isso em 2011 (CAGNIN et al, 2013; BRESSER-PEREIRA, 2012).

O objetivo da política cambial era conduzir a taxa de câmbio a um patamar mais competitivo para a indústria brasileira, contudo, a indústria nacional não conseguiu elevar a sua parcela de participação nem no mercado interno e nem no mercado externo. Uma mudança do cenário externo em 2012 levou a uma desvalorização do Real, o que levou a uma manutenção do Mix regulatório, derrubando algumas dessas imposições ao capital externo, mas já em 2013, o câmbio brasileiro sofreu uma série de desvalorizações, no entanto, a economia brasileira já não reagia a esse cenário (CAGNIN et al, 2013).

A política fiscal no início do Governo apresentou uma postura contracionista com a elevação do superávit primário do setor público, essa medida serviu para auxiliar a redução da meta do superávit primário, ainda nesse período o Ministério da Fazenda realizou desoneração tributária para atenuar a elevação do nível geral de preços. Mas já em 2012, a política fiscal assumiu uma postura anticíclica, a desoneração tributária de diversos setores foi o principal instrumento utilizado nesse período. A maior parte das medidas de desoneração fiscal foi com o plano Brasil maior (2011), que previa o fortalecimento do setor industrial, tornando-o mais

competitivo diante do mercado internacional, além dos investimentos públicos sem o comprometimento da meta fiscal.

Esses gastos eram vistos como necessários para o andamento do PAC. O governo esperava que contribuíssem para que o investimento público avançasse, estimulando igualmente alguns setores industriais, como o automotivo, que fornece parte dos equipamentos. Todavia, apesar dos esforços governamentais, perdurou uma grande dificuldade para executar os investimentos ancorados em recursos do Orçamento Geral da União (CAGNIN et al, 2013, p.182).

No ano de 2013, o Brasil já apresentava sinais de fadiga econômica, os resultados apontavam um baixo crescimento, mesmo com medidas de redução da tarifa de energia elétrica para consumo doméstico, indústria, agricultura, comércio e serviços e com a criação de mais uma política industrial. O Programa de Incentivo à Inovação Tecnológica e Adensamento da Cadeia Produtiva de Veículos Automotores (Inovar-Auto) (2013) visava à criação de condições para o aumento de competitividade no setor automotivo, além de investir na cadeia de fornecedores, em engenharia, tecnologia industrial básica, pesquisa e desenvolvimento do Brasil (Brasil, 2016). Mesmo assim conforme apontado por IPEA (2015) a situação que se passava no Brasil,

Não se originou de crises externas severas e/ou de fortes medidas de aperto monetário [...] o mercado de trabalho não sofreu impactos significativos [...] a inflação manteve-se sempre acima da meta oficial, ao passo que, em outros momentos de desaceleração, registrou reduções importantes. E, por último, a atividade não reagiu da maneira esperada às reduções de taxas de juros e a um amplo conjunto de estímulos fiscais (IPEA, 2015, p. 187).

No decorrer do ano, as manifestações populares contra a má gestão da máquina pública, o tropeço econômico retratado sob o fracasso da tentativa em atrair investimentos para a área de infraestrutura e o leilão de parte do Pré-sal, foram o estopim para o início da crise “político - econômica” que se instalava na economia brasileira.

### 3 ANÁLISE DAS CONTRIBUIÇÕES DO INVESTIMENTO ESTRANGEIRO PARA O EQUILÍBRIO DO BP

Após identificar e contextualizar os fatores determinantes ao ingresso do investimento externo para economia brasileira, este capítulo realiza, com o objetivo de testar as hipóteses, correlações entre o investimento direto e investimento em carteira com algumas variáveis macroeconômicas. O objetivo aqui exposto é evidenciar se o investimento externo contribuiu de forma marginal ou determinante para o equilíbrio do balanço de pagamentos.

#### 3.1 Metodologia e base de dados

##### 3.1.1 Base de dados e variáveis de análise

Para examinar as questões empíricas relativas às hipóteses formuladas, foram utilizados dados estatísticos disponibilizados pelo BCB, Banco Mundial, IPEA e IBGE. A periodicidade das observações segue a lógica anual, devido à disponibilidade de algumas variáveis, pelo tempo de resposta da relação entre elas e pela construção do objeto estudado. Em relação ao recorte temporal o período analisado corresponde aos anos entre 2004 e 2014.

As variáveis selecionadas para testar as hipóteses da análise foram: Taxa de Juros SELIC; Taxa de Câmbio Real; Risco País; Crescimento real do PIB; Taxa de inflação; Taxa de Juros Real dos EUA; Crescimento do PIB Mundial; Saldo da conta corrente; Saldo da conta financeira; Saldo da conta de investimento direto e o Saldo da conta de investimento em carteira.

A taxa de juros SELIC foi obtida das séries históricas do banco central do Brasil (BCB), e se faz importante por representar os juros básicos da economia brasileira, sendo operacionalizada diariamente no mercado SELIC, servindo de base para o restante do mercado e para a rentabilidade básica do investidor. A expectativa é que esta variável seja um dos principais incentivadores da entrada de capitais externos, especulativo, no país, no período analisado.

A taxa de câmbio utilizada foi a comercial — venda — fim período, retirada das séries históricas do BCB. Para obter o seu valor real, foi utilizado à fórmula:

$$E = \frac{e.p *}{p}$$

Em que o  $p^*$ , é representado pelo IPC dos Estados Unidos (retiradas do site INFLATION.eu). Esta variável foi escolhida por influenciar o quantum do fluxo de investimento entraram no país e por afetar a relação de rentabilidade do investimento internacional.

A variável do risco país é basicamente uma medida que visa calcular o nível de instabilidade de uma economia, classificando o risco geral de um país. O indicador EMBI+BRASIL (Emergent Markets Bonds Index Plus) reflete o comportamento dos títulos da dívida externa brasileira, é calculado pelo banco de investimentos americano J. P. Morgan para avaliar o prêmio de risco de títulos de economias emergentes, em relação aos títulos do Tesouro dos Estados Unidos. Assim, esta variável foi escolhida por representar a confiança do país (frente) ao mercado internacional.

O Produto interno Bruto foi retirado de séries históricas do Banco Mundial, e foi inserida na análise a fim de destacar o crescimento econômico nacional, ademais tem como intuição principal o fato de que o produto do país funciona como um fator de atração do investimento externo, principalmente o direto, uma vez que boa parte dos investimentos que se dirigem a países em desenvolvimento se dá em função da apresentação positiva do PIB.

A taxa de inflação foi retirada da base de dados fornecida pelo IBGE, para esta análise ela terá duas funções distintas. Primeiramente, ele serviu como parâmetro do grau da estabilidade econômica nacional. E também como um dado para o cálculo da taxa de câmbio real e deflacionado da taxa de juros. Com isso, essa variável se faz necessário, pois, um descontrole inflacionário, que inibe principalmente o investimento direto internacional.

A taxa de juros real dos Estados Unidos da América foi retirada da base de dados do Banco Mundial, como uma Proxy da taxa de juros mundial. Tendo em vista a que a mesma mantém uma relação adversa com os fluxos de investimento externo. Viu-se a importância de usá-la na análise a fim de verificar a influência da mesma sobre o investimento externo e em essencial o de carteira, no período analisado.

A variável de crescimento mundial foi extraída das séries históricas do Banco Mundial. Essa variável permitir analisar a relação entre o crescimento externo com o saldo do investimento internacional.

As variáveis derivadas do balanço de pagamentos foram extraídas das séries históricas do BCB, esses dados foram retirados da 6ª edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional — (BPM6) do Banco Central do Brasil. Com essas variáveis busca-se determinar a intensidade da relação entre o investimento estrangeiro com a conta financeira e o balanço de pagamentos.

Por fim, esta a variável de prêmio de risco, que foi encontrada a parti da subtração entre a taxa de juros nacional (SELIC) e a taxa de juros estrangeira de referência (FOMC), o objetivo dessa variável para a análise, foi o de apura se o investimento externo sofre possíveis alterações de acordo os níveis dos prêmios de risco da economia brasileira.

### 3.1.2 Metodologia de análise

A execução da análise está fundamentada na metodologia descritiva, utilizando-se de gráficos, quadros, tabelas e alguns cálculos e indicadores para realizar as correlações entre as diversas variáveis a fim de explicar o objeto proposto.

A primeira delas teve um caráter crítico visual, da qual buscou apenas elucidar por meio da interação gráfica das contas do BP, o comportamento das mesmas no recorte temporal estudado. Por conseguinte, também por meio de recursos gráficos, se buscou compreender a relação das subcontas da conta financeira com a mesma, a fim de verificada a relevância do investimento externo para o saldo da conta citada.

A segunda correlação gráfica foi realizada, tendo com base o resultado do cálculo de porcentagem entre o saldo do investimento direto e em carteira sobre a conta financeira, do qual teve com objetivo, mostra a correspondência das mesmas sobre a CF. Para estes cálculos foram desprezados a nova metodologia de conversão dos sinais, afinal para o objeto deste trabalho, admite-se que a entrava de capitais externos seja algo positivo na para o equilíbrio do BP.

E por fim têm-se as correlações voltadas para a explicação da problemática estudada e sustentação das hipóteses formuladas. Sendo utilizadas tabelas e quadros que mostram a relação dual entre o saldo do investimento direto e em carteira com o saldo da conta de transações correntes. Para obter essa relação, foi desprezada a conversão de sinal pautada nas mudanças metodológicas do BCB pelos motivos acima exposto, mas as naturezas das relações permanecem as mesmas, os valores e a interação entre as contas permanecem as mesmas.

Além de elucidar a relação entre o ID e IC sobre TC, a fim de sustentar as hipóteses formuladas, foi necessário correlacionar as variáveis macroeconômicas selecionadas com a variação de crescimento do investimento direto e em carteira. Essas correlações foram realizadas, com base na observação dos dados agrupados em tabelas e ilustradas através de ícones que revelava o caráter das relações. O objetivo aqui exposto foi o de verificar se o comportamento do investimento externo foi influenciado por estas variáveis selecionadas, e

quais dessas variáveis apontaram uma maior relação de dependência entre elas, no período estudado.

Por conseguinte essas colocações tiveram como intento, apontar primeiramente: o impacto dos fluxos de investimento direto e em carteira sobre a conta financeira e sobre o saldo da conta de transações correntes, com intenção de, demonstra se a relação entre os fluxos de investimento externo é relevante sobre o equilíbrio do balanço de pagamentos. E marginalmente, analisar, em paralelo, a relação entre o ingresso de fluxos de ID e IC no Brasil com as variáveis macroeconômicas. Sendo assim, as conclusões destas comparações baseiam-se na rejeição ou aceitação de hipóteses levantadas durante o processo de criação do problema estudado.

### **3.2 Balanço de Pagamentos: transformações recentes**

Como visto anteriormente, o balanço de pagamentos pode ser entendido como um registro sistematizado de todas as transações comerciais e financeiras de um país com o resto do mundo. A estrutura de apresentação dos dados faz alusão à metodologia vigente no banco central. Atualmente o BCB publicar as estatísticas do BP e Posição Internacional de Investimento (PII) em conformidade com BPM6<sup>5</sup>, contida na sexta edição do Manual de Balanço de pagamentos do Fundo Monetário Internacional.

Essa nova edição traz modificações na apresentação do BP, sendo elas: na nomenclatura de algumas contas; na tratativa de alguns lançamentos, nas convenções estatísticas de sinais e em alguns conceitos utilizados.

As principais mudanças a ser pontuadas foram na conta de transações correntes, com a mudança na tratativa das importações, exportações, do retorno do capital, criação de novas rubricas da subconta de serviços e mudança na nomenclatura das contas de renda e transações unilaterais.

Houve uma dissociação das contas de capital e financeira, anteriormente agregada. Por fim na conta financeira, em que houve mudanças no tratamento dos empréstimos entre firma, inclusão da conta de ativos de reserva, e na nomenclatura principalmente nas rubricas referente ao investimento direto.

Para o entendimento fim do trabalho algumas delas devem ser pontuadas, tais como:

---

<sup>5</sup> Desde abril de 2015, o BCB passou a publicar as estatísticas de BP e Posição Internacional de Investimento (PII) em conformidade com o manual do FMI, *Government Finance Statistics Manual* (GFSM, 2014) e Sistema de Contas Nacionais (SNA, 2008).

- O resultado global do balanço passa a integrar a conta financeira como ativos de reserva;

O saldo do BP não muda de valor, mas, a sua forma de contabilização foi rearranjado na nova metodologia (BCB, 2016).

- A convenção dos sinais

Um sinal positivo indica aumento de ativos ou passivos, e um sinal negativo indica redução de ativos ou passivos. No BPM6, sinais positivos indicam exportações e importações, receitas e despesas de rendas, receitas e despesas de transferências e aumentos em ativos e passivos. Sinais negativos somente serão utilizados para indicar renda negativa (perdas) e reduções de ativos ou passivos (por exemplo, quando investimentos são retornados, os desinvestimentos), conforme pode ser entendido a com base no quadro 2 (BCB, 2016). Mas para compreensão do peso relativo do investimento externo para a conta financeira e para o balanço de pagamentos, a conversão de sinais foi em alguns momentos modificados, não alterando o valor do qual essas rubricas dispunha, mas apenas, o sinal de apresentação gráfica.

**Quadro 2:** Conversão de Sinais BPM6 X BPM5

<b>Contas do BP</b>	<b>BPM6</b>	<b>BPM5</b>
<b>Conta Corrente e Capital</b>	Receitas – despesas = +/-	Receitas + despesas = +/-
<b>Conta Financeira</b>	Aquisição líquida de ativos financeiros – incidência líquida de passivos financeiros = +/-	Entrada de capital + saída de capital = +/-
<b>Saldo</b>	Saldo da Conta financeira – saldo de Transações correntes – saldo da Conta capital = Erros e omissões	Saldo de Transações correntes + saldo da Conta capital + saldo da Conta financeira) * (-1) = Erros e omissões

Fonte: Elaboração própria com base no Manual BP - BCB, 2016.

- As rubricas da conta financeira foram alteradas de “créditos e débitos” para “aquisição líquida de ativos financeiros” e “incidência líquida de passivos financeiros”.

A saída de dinheiro, por simbolizar um crédito da economia local em relação ao resto do mundo, recebe sinal positivo. Já a entrada de dinheiro recebe um sinal negativo porque representa um débito da economia doméstica em relação ao resto do mundo. Sendo assim, fluxos que contribuem liquidamente para elevação (redução) de estoques, tanto para ativos, como para passivos, são representados por sinal positivo (negativo) (BCB, 2016).

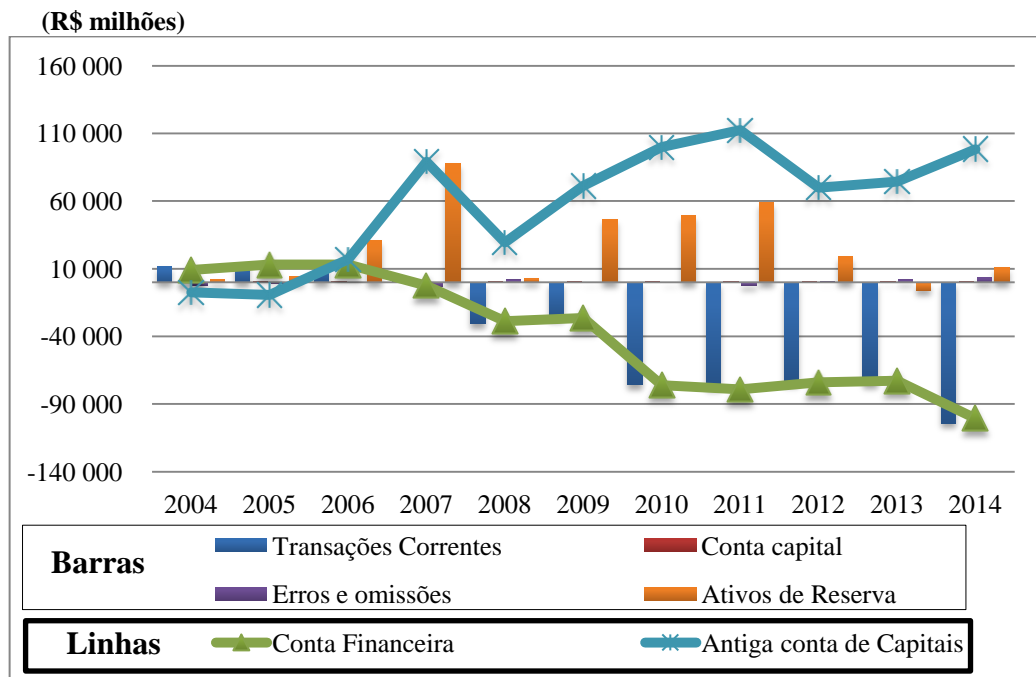
### **3.3 Análise e Resultados**

O balanço de pagamentos brasileiro durante o período compreendido na análise (2004 – 2014) passou por inúmeras influências econômicas, tanto por fatores interno quanto por fatores externos, o que determinou a sua dinâmica frente a economia internacional.

Observar-se conforme gráfico 4, que a conta de transações correntes apresentou um período de estabilidade durante os anos de 2004 a 2006, sustentados principalmente pelas exportações de bens agrícolas e minerais, correspondentes ao ciclo de valorização das commodities. No ano de 2007, a conta de TC ainda manteve um superávit, mesmo que reduzido, tal fato se deu pela queda das exportações, em mais de 10 milhões de reais e a elevação dos passivos de renda primária e de serviços.

Após os anos de 2008, a TC amargou sucessivos déficits, tendo o seu pior índice em 2014, conforme anexo A. Esses resultados foram ocasionados pela redução das receitas provenientes das exportações, da qual sofreu com o fim do ciclo de valorização das commodities, do agravamento da crise econômica mundial e da retração da economia chinesa entre 2013 e 2014, aliados a elevação das despesas em rendas primárias, da qual contabiliza a renda dos investimentos, os juros, lucros e dividendos remetidos e serviços.

Então, de acordo com gráfico 4, observa-se que a conta financeira obteve saldo “negativo” durante quase todo o período da análise, com exceção dos anos de 2004, 2005 e 2006. Esse resultado está embasado na nova metodologia do BP, como referenciado acima. Com isso, a conta financeira exibiu um superávit entre os anos de 2004 a 2006, sustentados pelos ativos financeiros, principalmente na rubrica de investimento direto, outros investimentos e ativos de reserva. Aliados ao fato da instabilidade da política monetária norte-americana, da qual neste período sustentava uma tendência de elevação da taxa de juros, o que ocasionou uma queda dos fluxos de capitais para os países emergentes.

**Gráfico 4:** Balanço de Pagamentos (BPM6) 2004-2014

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB, 2016.

Após um resultado mínimo em 2007, a conta financeira registrou valores “negativos” em saldo, devido ao elevado resultado do passivo financeiro. Esses resultados foram sustentados pela maciça entrada de capitais externos no Brasil, derivada da conjuntura nacional e da confiabilidade que a mesma dispunha frente ao cenário internacional, somado ao fato dos riscos das economias globais.

Quando levado em consideração a antiga metodologia do BP, sobre a tratativa da conta de capitais, os dados sofrem uma reversão nos valores. Partindo de uma origem negativa, nos anos de 2004 e 2005, tendo em 2006, um ponto de intersecção entre as duas retas, e partindo após o ano de 2007 para uma posição superavitária até o fim do intervalo estudado.

A conta de capitais apresenta valores constantes no período analisado, tendo esta, pouca significância para o equilíbrio do balanço de pagamentos no período. Já a conta de erros e omissões representa grande significância ao equilíbrio BP, já que esta conta tem caráter equalizador (frente) às demais contas do BP.

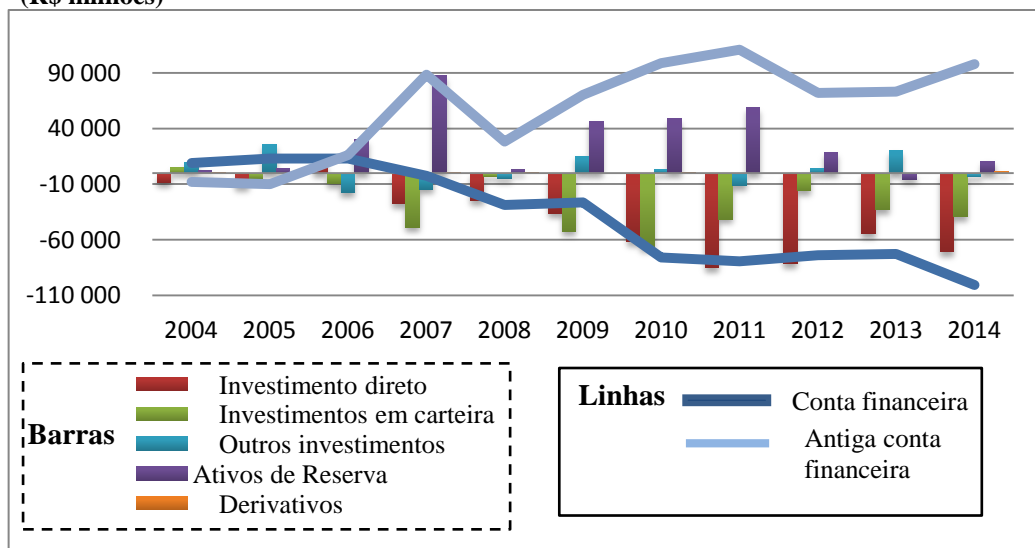
De modo geral, é possível concluir tendo como base o gráfico 4, que até o ano de 2007, o BP sustenta uma equivalência positiva entre as contas de TC e CF, sendo seu equilíbrio sustentado graças ao fluxo de exportação remanescente na conta de transações

correntes. Após 2007, com o aflora da crise financeira, que leva um déficit a conta de TC, a conta financeira passa a garantir o equilíbrio do BP, o que faz com que tenha ativos de reservas positivo.

Partindo da observação do BP de modo geral, faz-se necessário o entendimento da conta financeira no seu agregado. Como pode ser visto no gráfico 5, as rubricas de investimento externo e de carteira desempenharam grande influência sobre o resultado da conta financeira, principalmente após 2007. A exceção fica por conta do ano de 2008, em que quase todas as contas obtiveram valores correlatos graças à crise internacional.

A rubrica de derivativos pouco oferece ao saldo do CF, enquanto a de ativos de reserva consegue eleva o saldo da mesma em alguns anos do recorte analisado, tal como os anos de 2006, 2007 e de 2009-2011.

**Gráfico 5:** Conta financeira do balanço de pagamentos no período 2004-2014 (R\$ milhões)



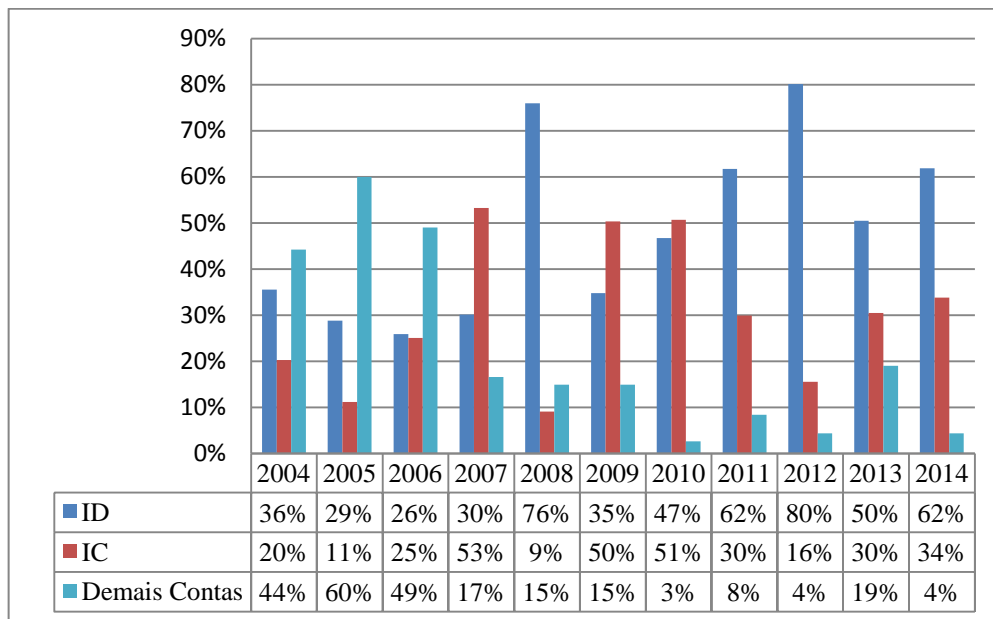
Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB, 2016.

Já a conta de outros investimentos, tem muito a oferecer ao saldo da conta CF, principalmente nos anos de 2004, 2005, 2009, 2011 e 2013. Fatores não pontuais justificam essa participação nesses anos, tais como os empréstimos, depósitos em moeda entre outras ações.

Em razão da inclusão da conta de ativos de reserva, a CF sofre uma grande alteração em seu resultado, como evidenciado no gráfico acima. Da qual além da divergência do sinal, esta também o volume da conta financeira que obteve uma redução considerável, principalmente no ano de 2007.

É evidente que as variáveis de investimento em carteira e investimento direto registram grande correlação com o saldo da conta financeira. Sendo assim, tendo como base a percentualidade das subcontas sobre o saldo da conta financeira, foi factível determinar, que o investimento externo apresenta uma contribuição relevante para o saldo da conta financeira em sete dos dez anos analisados, conforme ilustrado no gráfico 6.

**Gráfico 6:** Participação percentual do investimento direto e em carteira sobre a conta financeira



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB, 2016.

Visto que apenas no intervalo de anos entre 2004 e 2006 que a entrada líquida do investimento estrangeiro, apresentou pouca influência sobre a conta financeira. No ano de 2004, a justificativa é embasada na especulação criada em torno da taxa de juros norte-americana, da qual direcionou os fluxos de capitais para a bolsa americana. Já em 2006, o resultado é embasado no aumento do investimento direto do Brasil no exterior conforme anexo A. Aliados ao fato da elevada participação da subconta de outros investimentos sustentados pelos passivos de empréstimos.

A partir de 2007, com a crise financeira internacional, os fluxos de capitais com objetivos de carteira reduzem sensivelmente, principalmente nas economias subdesenvolvidas, dado o elevado risco. E o que passa a ser relevante é o investimento estrangeiro direto ou investimentos diretos no país o que representou na percentualidade da conta frente o saldo do da CF no ano de 2008.

Em 2008, com o agravamento da crise financeira mundial, os capitais de curto prazo voltaram-se para as economias abaladas pela crise, para financiar os percalços gerados com o subprime. Tal relação foi sentido nas economias periféricas com a escassez internacional do capital de curto prazo, que reduziram consideravelmente a entrada do IC na economia brasileira.

Contudo, com o resultado positivo no crescimento nacional, o Brasil ganhou destaque neste período como uma economia rentável. Corroborado pelo artigo e capa da revista *The Economist* (*Brazil takes off*, 2009), onde a revista ilustrou o Cristo Redentor decolando, em representação a fase de bonança que o país vivia, do qual o presidente Lula foi apreciado pelos investidores internacionais na época.

Tudo isso, resultou em uma elevação do volume do investimento direto para o Brasil, que se mantém elevado até o ano de 2014. Já quanto o investimento em carteira, este prestígio internacional, garantiram ao Brasil uma entrada expressiva de capitais de curto prazo principalmente ano de 2009 e 2010.

Dessa forma, é coerente afirmar que a conta financeira passou por uma mudança a partir de 2007, do qual graças à confiabilidade internacional alcançou níveis elevados de investimento externo, obtendo crescentes superávits na mesma, do qual fez frente ao déficit em transações correntes no período assinalado.

Para fazer frente ao objeto estudado, faz-se necessário analisar a relação entre o saldo do investimento direto/em carteira e o saldo da conta de transações correntes. Para isso foi elaborado o quadro 3, como uma forma de simplificação da equação do equilíbrio entre as contas, em que o sinal (-) representa um déficit em conta e o sinal (+) representa um superávit em conta.

**Quadro 3:** Relação de equilíbrio entre os saldos da conta de transações correntes e o saldo do

Investimento direto e em carteira

Contas/ano	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TC	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-
ID*	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+
IC*	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB, 2016.

\* Saldo da subconta de investimento direto e investimento em carteira apresentado de acordo com a antiga metodologia do balanço de pagamentos BPM5.

Sendo assim tendo como base a ilustração do quadro 3 se torna lícito apurar que nos anos de 2005 e 2007 o superávit da subconta de investimento direto e em carteira reforçou o

superávit em transações correntes. Nos anos de 2004 e 2006 a conta de transações correntes obteve resultados superavitários, contudo, no ano de 2004 o saldo da subconta de IC apresentou um déficit, já em 2006 o saldo da subconta de ID que apresentou déficits. Essa situação demonstra uma relação negativa do investimento externo para o equilíbrio do BP nos anos citados.

A partir do ano de 2008, a conta de transações correntes passou a registrar consecutivos déficits em seu resultado, sendo compensado pelos saldos positivos dos investimentos diretos e em carteira. Esse movimento seguiu até o fim do período analisado.

A representatividade das rubricas de investimento direto e investimento em carteira sobre o saldo da conta de transações correntes pode ser observado na tabela 1. No ano de 2004 o saldo ID representou 73% do saldo em TC, já o saldo de IC representou -42%, como o saldo em TC foi positivo neste ano, o investimento externo reforçou em 31% o saldo de TC, e consequentemente, o equilíbrio do balanço de pagamentos.

No ano de 2005, o valo líquido do investimento externo correspondeu a 129% do saldo da conta de transações corretes. Como a conta de TC apresentou saldo positivo novamente neste ano, o IE reforçou o equilíbrio do BP em 129% do saldo do TC.

No ano de 2006, essa representatividade cai para -2% do TC, o que indica que o investimento externo não agregou em nada o equilíbrio do BP, já que o saldo do TIE foi negativo, o que inibiu o saldo do BP neste ano. Tal fato se deve ao saldo da rubrica de ID, em que apresentou uma alta saída de capitais em relação à entrada registrada nesse ano.

O ano de 2007, a representatividade do saldo da TC, tanto pelo ID quanto pelo IC, foram demasiadamente elevadas, o que compensou em mais de 100 vezes o saldo da TC. Tal fato se justifica apenas pelo saldo da conta de TC, que corresponde a US\$ 408 milhões, conforme o anexo A no ano, menor saldo positivo da análise. Aliados ao fato de uma entrada regular dos investimentos característicos de carteira no ano em questão.

**Tabela 1** - Representação percentual do investimento externo sobre as conta de transações correntes e conta de capital

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ID/TC	73%	93%	-72%	6744%	(80%)	(137%)	(81%)	(110%)	(110%)	(72%)	(68%)
IC/TC	-42%	36%	70%	11934%	(10%)	(199%)	(88%)	(54%)	(21%)	(44%)	(37%)
TIE/TC	31%	129%	-2%	18678%	(90%)	(336%)	(170%)	(164%)	(131%)	(116%)	(105%)
TIE/TC +CC	31%	127%	-2%	11593%	(90%)	(339%)	(170%)	(165%)	(131%)	(117%)	(105%)

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB, 2016.

Em 2008, observa-se com base na tabela 1 e no quadro 3, que mesmo os investimentos diretos e em carteira contabilizando um superávit, os mesmos não cobrem o déficit em transações correntes no ano em questão. Uma vez que o investimento externo total só corresponde a 90% do saldo da TC, sendo assim o equilíbrio do BP foi alcançado graças a outras contas do mesmo. A justificativa principal correlaciona-se com a redução significativa do IC no ano de 2008, do qual sofreu com as baixas expectativas e a retração do capital causada pela crise.

No ano de 2009, o saldo do TIE representou 336% do saldo da conta de TC, esse valor se deve a retomada do investimento de curto prazo para a economia brasileira. Com isso, o investimento externo mais que financiou o déficit em TC, sendo o maior responsável pelo equilibrando o BP, no ano referenciado.

Em 2010, o saldo do TIE seguiu o mesmo movimento do ano anterior, ou seja, mais que financiou o déficit em TC, tendo o seu saldo representando 170% da mesma. Contudo, o saldo exibido neste ano, incorreu em uma redução em comparação ao ano anterior.

O ano de 2011, o saldo do TIE representou 164% do saldo da conta de TC. Como o saldo em TC foi deficitário, essa representação mais que financiou o saldo da mesma. Mas, como no ano anterior o saldo do TIE sofreu uma redução, justificado pela queda no saldo da rubrica de IC.

Em 2012 o saldo de TIE refletiu 131% do saldo em TC, o suficiente para financiar ela este ano. A peculiaridade deste ano fica por conta da derrocada do saldo do IC, que representou apenas 25% do saldo da TC, o que conduziu a redução do saldo do TIE.

No ano de 2013 o TIE refletiu 116% do saldo da TC, o suficiente para financiar o seu resultado. Contudo, como pode ser observado no anexo A, mesmo o IC e o ID apresentando volumes razoáveis em seus saldos, o déficit em TC se manteve elevado.

Já em 2014 a representatividade do TIE foi de apenas 105% sobre o saldo da TC. O saldo da conta de TC logrou um resultado elevadamente deficitário, mas o resultado do TIE sustentou esse resultado.

Ao se incluir a conta de capitais, percebe-se que a relação entre o total de investimento externo sobre o saldo das contas de transações correntes e conta de capitais permanece quase que constante. Sendo seguro afirmar, que a conta de capitais exerce pouca influência sobre o equilíbrio do balaço de pagamentos.

Por conseguinte, faz-se necessário uma reflexão sobre os fatores que levaram a participação do investimento externo frente ao equilíbrio do BP, de acordo com as hipóteses formuladas.

Através da leitura dos dados apresentados na tabela 2, verifica-se que no período analisado, a entrada e saldo do investimento em carteira oscilaram durante os anos, se mantendo quase que constante apenas em 2013 e 2014. A relação visual do IC com a FOMC real, não se mostrou significativa. A expectativa era a de que o IC e a FOM se relacionasse de modo negativo, contudo, tal fato não foi constatado, já que em anos em que a FOCM oscilou positivamente a entrada de IC também oscilou positivamente. A taxa a SELIC real, das variáveis selecionadas, foi a que mais surpreendeu em seu resultado. Conforme visto na tabela 2, a taxa decresceu durante o período, não mantendo a relação positiva esperada com a variação do IC. Observa-se também que nos anos em que a SELIC obteve seu maior valor 2005 e 2006, foram os mesmos em que a entrada de IC foi pouco significativa, em comparação com os demais anos.

**Tabela 2** - Dados relativos ao investimento em carteira e variáveis macroeconômicas selecionadas entre 2004-2014

Discrição	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
IC (saldo da conta) *	4 750	-4 885	-9 081	-48 695	-2 953	-52 140	-66 913	-41 248	-15 826	-32 787	-38 708
<b>IC (Entrada) *</b>	<b>-3 996</b>	<b>6 655</b>	<b>9 076</b>	<b>48 409</b>	<b>1 053</b>	<b>48 015</b>	<b>71 648</b>	<b>24 392</b>	<b>23 228</b>	<b>41 768</b>	<b>41 527</b>
FOMC (real)	2.09%	1.55%	2.88%	4.74%	5.25%	3.07%	2.47%	2.00%	1.16%	1.38%	1.61%
Over/SELIC (real)	8.09%	12.73%	11.55%	7.09%	6.24%	5.18%	3.80%	4.88%	2.38%	2.23%	4.26%
Prêmio de risco**	6,07	11,19	8,67	2,35	0,99	2,11	0,81	2,88	1,22	0,85	2,6
PIB Mun	5.44%	4.88%	5.56%	5.67%	3.04%	0.01%	5.43%	4.14%	3.37%	3.28%	3.63%
Tx Câmbio (real)***	2.7921	2.3823	2.1779	1.9179	1.7988	1.9082	1.6893	1.6223	1.8849	2.0671	2.2476
Risco País ***	555.07	406.44	237.34	177.79	284.58	315.3	205.92	190.53	186.62	202.19	227.38

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB, Banco Mundial e IPEA, 2016.

\* Valor expresso em milhões de reais.

\*\*Em pontos percentuais.

\*\*\*Variáveis em valores inteiros.

A variável risco país foi a que mais se relacionou com o IC. Mantendo a sua relação positiva entre as variáveis, ou seja, nos anos em que o indicador RP foi alto, a entrada de capitais de curto prazo foi baixa. Com exceção dos anos de 2009 e 2012.

No geral, as variáveis macroeconômicas não exerceram grandes influências para a variação do investimento direto e em carteira no período estudado, como pode ser visto na figura 1 e 2. Os pontos em verde para as variáveis macroeconômicas selecionadas indicam que houve correlação no ano analisado, os pontos em vermelho indica que não correlação no ano analisado. A correlação aqui referenciada vai de encontro à expectativa em que uma

variável apresenta sobre a outra, no caso as variáveis macroeconômicas sobre o investimento em carteira.

**Figura 1-** Relação do investimento em carteira com variáveis macroeconômicas selecionadas

Discrição	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Resultado
IC (Entrada)*	-3 996	6 655	9 076	48 409	1 053	48 015	71 648	24 392	23 228	41 768	41 527	Oscilou positivamente
FOMC (real)	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	5 pontos de correlação
Over/Selic (real)	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	3 pontos de correlação
Prêmio de risco**	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	4 pontos de correlação
PIB Mun	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	6 pontos de correlação
Tx Câmbio (real)***	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	7 pontos de correlação
Risco País ***	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	7 pontos de correlação

Fonte: Elaboração própria com base na tabela 2.

\* Valor expresso em milhões de reais.

\*\*Em pontos percentuais.

\*\*\*Variáveis em valores inteiros.

De acordo com a figura 1, nota-se que as variáveis que mais se correlacionaram com o IC foram a taxa de câmbio e risco país, com 7 correlações, seguidos pelo crescimento mundial, com 6 correlações. As demais variáveis apresentaram pouca correlação com o IC, sendo elas: a FOMC com 5, o prêmio de risco com 4 e por fim, surpreendentemente, a taxa SELIC com apenas 3 interações no período analisado.

Sendo assim, observar-se nos dado acima apresentado, que a entrada do investimento em carteira para a economia brasileira, mantém grande correlação com as variáveis de risco, seguido pela liquidez internacional e rentabilidade.

Com relação ao investimento direto, sustentado na observação dos dados apresentados na tabela 3, foi possível compreende a interação entre o investimento direto e algumas das variáveis macroeconômicas selecionadas. No período analisado, a entrada e saldo do investimento direto se mantiveram quase que constante até o ano de 2006. A partir do ano de 2007, o ID registrou uma elevação em seu saldo e a entrada de capitais, com exceção de alguns poucos anos.

A variável de crescimento nacional, como constatado na tabela 3, oscilou muito durante o período analisado, apresentando alta discrepância entre alguns anos. Mas, a variável manteve a relação esperada com o ID, visualmente em parte do período estudado, sendo que, um registro de elevação no crescimento mundial, correspondia à elevação na entrada do ID, com exceção de alguns anos.

O IPCA, conforme tabela 3, variou durante os anos analisados, mas se manteve quase que constante a parti dos anos de 2008 a 2014. Mas, a relação esperada do IPCA e ID não se

confirmou, já que um “descontrole” inflacionário poderia inibir o investimento direto, contudo nos anos em que o IPCA foi elevado o nível do ID não se alterou proporcionalmente.

**Tabela 3** - Dados relativos ao investimento direto e variáveis macroeconômicas selecionadas entre 2004- 2014

Discrição	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ID (Saldo da conta)*	-8 339	-12 550	9 380	-27 518	-24 601	-36 033	-61 689	-85 091	-81 399	-54 240	-70 855
<b>ID (Entrada)*</b>	<b>18 161</b>	<b>15 460</b>	<b>19 418</b>	<b>44 579</b>	<b>50 716</b>	<b>31 481</b>	<b>88 452</b>	<b>101 158</b>	<b>86 607</b>	<b>69 181</b>	<b>96 895</b>
Over/SELIC (real)	8.09%	12.73%	11.55%	7.09%	6.24%	5.18%	3.80%	4.88%	2.38%	2.23%	4.26%
PIB Mun	5.44%	4.88%	5.56%	5.67%	3.04%	0.01%	5.43%	4.14%	3.37%	3.28%	3.63%
PIB BRA	5.76%	3.20%	3.96%	6.07%	5.09%	0.13%	7.53%	3.91%	1.92%	3.02%	0.10%
IPCA BRA	7.60%	5.70%	3.10%	4.50%	5.90%	4.30%	5.90%	6.50%	5.80%	5.90%	6.40%
Tx Câmbio real**	2.7921	2.3823	2.1779	1.9179	1.7988	1.9082	1.6893	1.6223	1.8849	2.0671	2.2476
Risco País **	555.07	406.44	237.34	177.79	284.58	315.3	205.92	190.53	186.62	202.19	227.38

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB, Banco Mundial e IPEA, 2016.

\*Variáveis em milhões de reais.

\*\* Valores inteiros.

A TCA não exibiu grandes variações entre os anos estudados, mas o ID se revelou como uma variável bastante sensível às pequenas mudanças na taxa de câmbio. Nos anos nos quais a taxa de câmbio real se tornava mais desvalorizada o saldo da entrada do ID foi reduzido e visse versa.

**Figura 2** - Relação do investimento direto com variáveis macroeconômicas selecionadas

Discrição	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Resultado
ID (Entrada)*	18 161	15 460	19 418	44 579	50 716	31 481	88 452	101 158	86 607	69 181	96 895	Entrada positiva
Over/Selic (real)	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	4 pontos de correlação
PIB Mun	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	8 pontos de correlação
PIB BRA	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	6 pontos de correlação
IPCA BRA	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	3 pontos de correlação
Tx Câmbio real**	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	10 pontos de correlação
Risco País **	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	4 pontos de correlação

Fonte: Elaboração própria com base na tabela 2.

\*Em milhões de reais

\*\* valores inteiros.

Em função da correlação das variáveis apresentadas com o investimento direto, é plausível atestar, em função da figura 2, que a TCA apresentou 10 pontos de correlação com o ID, seguido pelo PIBMund com 7 correlações e PIB com 6. Quanto as demais variáveis, a taxa SELIC e Risco país apresentaram 4 pontos de interseções e o IPCA não exerceu grande influência sobre os fluxos de ID, com apenas 3 pontos de interseção.

Em relação ao resultado apresentado, conclui que a entrada do ID mantém uma alta correlação com o valor da moeda, seguido pela “atividade” mundial e crescimento nacional.

De acordo com a análise acima apresentada, foi possível concluir que o investimento estrangeiro, como era de se espera, contribui determinantemente para o equilíbrio do balanço de pagamentos em ao menos oito dos onze anos analisados. Marginalmente em dois anos, sendo estes os anos de 2004 e 2008 e não contribuiu para o equilíbrio do BP também em um ano da análise, sendo estes o ano de 2006, conforme tabela 1. Foi coerente afirmar, que o investimento direto líquido, ofereceu uma maior contribuição tanto para o saldo da conta financeira, quanto para o equilíbrio do BP, em relação à contribuição do investimento líquido em carteira, que só se destacou apenas em alguns anos da análise.

Quanto o comportamento do investimento direto e investimento em carteira, é importante salientar que, a princípio, observa-se que o comportamento das variáveis não obtém grandes correlações com o saldo do ID e IC.

O que leva a crê que o período de tempo, o detalhamento das variáveis e a metodologia adotada, não foram suficientemente ostensivas para ilustra as relações como o esperado. Aliados ao fato de que e fatores não pontuados, como estabilidade institucional, confiabilidade internacional, geopolíticos, conjuntura externa e parcerias comerciais, de algum modo, exercem maior influência para o saldo do IC e ID do que variáveis macroeconômicas, como taxa de juros, taxa de câmbio entre outras.

Observa-se então uma necessidade de verificação mais profunda acerca dos determinantes do investimento em carteira e investimento direto para a economia brasileira. E também o modo pelo qual estas, equilibram o balanço de pagamentos de modo contábil e econômico, já que não foi possível concluir por meio deste trabalho. Deixando essa função, para trabalhos posteriores, induzidos por métodos quantitativos de correlação e análise de regressão.

Mesmo apresentando uma correlação visual com as variáveis de investimento direto e em carteira, não foi possível afirmar, que o crescimento mundial determinou os fluxos de capitais no período analisado. Uma vez que, a crise econômica leva a uma derrocada do PIB mundial, para níveis inferiores ao do período anterior a crise, enquanto o investimento externo apresenta saldo de entradas superiores no pós-crise economia mundial. Em razão disso, opta-se em rejeitar a hipótese 2, por falta de suporte conclusivo da análise.

Em função dos resultados apresentados na análise, confirma-se a hipótese 1, anteriormente formulada. Haja vista, que durante o período analisado, e principalmente após o ano de 2008, comprova-se uma relação de compensação do saldo da conta de transações

correntes, por meio do saldo das rubricas de investimento direto e em carteira. Quanto o favorecimento destes capitais por meio das taxas de juros, câmbio e crescimento interno, observa-se que apenas a taxa de Câmbio mantém uma relação estreita com o investimento externo no período analisado, conforme a metodologia adotada.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste trabalho consistiu-se em analisar a contribuição do investimento externo direto e em carteira para o equilíbrio do balanço de pagamentos do Brasil no período entre 2004 e 2014. Para tal, teve-se como objetivos específicos: Relatar, brevemente, o papel das políticas macroeconômicas para o incentivo a entrada do capital externo; Examinar a correlação do investimento externo com algumas das variáveis reais da economia; Qualificar a relação entre o investimento externo e o balanço de pagamentos.

Este trabalho buscou responder a seguinte problemática: o investimento externo constitui-se como um elemento determinante ou marginal para o equilíbrio do balanço de pagamentos do Brasil entre os anos de 2004 e 2014. Com base neste, as hipóteses formuladas foram: que no período estudado houve uma forte valorização monetária, que comprometeu o saldo da conta de transações correntes, mas foi compensada pelo investimento externo, favorecidos pelo câmbio, taxa de juros, crescimento interno e estabilidade institucional. Como segunda hipótese, conjectura que o crescimento da economia mundial acabou favorecendo o Brasil por meio dos fluxos de capitais voltados para o investimento direto, e em carteira.

Para este fim, foi utilizado um referencial teórico, da qual se buscava compreender o processo de entrada do investimento externo nas economias subdesenvolvidas, e conseqüentemente, suas influências sobre o balanço de pagamentos. Após a estruturação, conceituação e contextualização do objeto, buscou, através de correlações gráficas e tabelares, verificar o peso dos investimentos externo para a conta financeira, para o equilíbrio do BP e sua atuação diante das variáveis macroeconômicas selecionadas.

A abordagem sobre os fluxos internacionais de capitais representou o ponto de partida desta pesquisa. Sendo esta, pontuada em três posições diferentes: a neoclássica, na qual defendia que a liberalização financeira facilitaria a alocação eficiente dos recursos entre os países, trazendo como maior benefício o financiamento dos desequilíbrios no balanço de pagamentos e a positivação na taxa de crescimento nacional. A posição alternativa, sustentada por Bresser e Gala (2007), aponta para o fato da vulnerabilidade que os países subdesenvolvidos sofrem, em função, utilização excessiva da poupança externa. Eles ainda apontam para o fato do descontrole cambial que estes países apresentam do qual revela uma tendência à apreciação da taxa de câmbio, o que dificulta a elevação do produto nacional, por perda de competitividade. Em conformidade a isso, a teoria Cepalina, destaca os problemas causados pela abertura comercial mal planejada nos países subdesenvolvidos, tais como inflação estrutural, a vulnerabilidade e dependência externa.

Com o advento da globalização produtiva e financeira, surge à necessidade de entendimento das relações internacionais de capitais. É com base, na teoria Keynesiana de eficiência marginal do capital, que os agentes econômicos passam a entender a lógica do investimento internacional, sendo a rentabilidade o fator principal apontando para as negociações. Contudo, como apresentado por alguns autores contemporâneos, a efetividade do investimento não dependia apenas da diferenciação das taxas de retorno, mas também de uma série de fatores internos e externos a economia.

A característica do IE assinala os determinantes do ingresso do capital. O investimento em carteira ou portfólio, responde teoricamente a estímulos quanto aos fatores domésticos e fatores externos, a dicotomia entre reequilíbrio de portfólio, baseado nos riscos, custo de transações perspectivas de crescimento econômico e progresso técnico. Aliado a condução das políticas monetária e cambial. O investimento direto apresenta três razões além dos fatores internos e externos que determinam o ingresso dos capitais externos, sendo estes: os fatores locacionais, os fatores estratégicos e os fatores preventivos.

Independente do tipo, o Investimento Estrangeiro se realiza por meio das relações entre residentes e não residentes de um país. Por conta disso, essas relações são contabilizadas no Balanço de pagamentos. As economias subdesenvolvidas exibem problemas crônicos de déficit na conta de transações correntes, em função da disparidade entre os produtos intensivos de exportação e importação. Uma saída encontrada para sustenta o equilíbrio do BP, era manter superávés na conta financeira, o que por muitas vezes foram firmados por políticas de incentivo a entrada de capitais externo.

Posto isso, o relato histórico das políticas macroeconômicas pós-1990 evidência a relação de dependência do Brasil com os fluxos de capitais externo. O programa de privatizações sustentou a entrada maciça do ID, com a concretização da abertura total da economia brasileira em 1994, os capitais de curto prazo passaram também a migra para o Brasil. O custo da estabilização da economia e manutenção do plano real levaram a uma política de juros altos e câmbio fixo insustentável levando a crise cambial de 1999, até a ruptura que culminou com o tripé macroeconômico. Contudo, tal fato não trouxe todo o alívio nas contas externas conforme esperado, tão pouco ao desenvolvimento e crescimento nacional. Em conta mão, o que o país alcançou neste período foram inúmeros acordos de financiamento com o FMI, o aumento da vulnerabilidade nacional e a elevação da dependência externa, o que o colocou em uma trajetória de instabilidade e crise.

Nos anos seguintes, a economia brasileira, já estabilizada, passou a ser pontuada nas negociações financeiras mundiais, tendo como precursores a valorização das commodities, a

expansão do ciclo de liquidez mundial e a figura carismática de Lula em suas negociações mundiais, aliados ao fato do crescimento da soberania Chinesa diante da economia mundial.

Nem mesmo a crise financeira mundial abalou a entrada do passivo financeiro externo, principalmente sendo estes relacionados ao investimento direto. Foi nesse período que o país se destacou em relação ao volume de reservas internacionais das quais possuía. Levando muitos autores a criticar a postura governamental, de pouco “exploração”, das reservas internacionais, melhor dizendo, do que essas divisas poderiam proporcionar ao país.

Contudo, toda essa posição de respeito não se replicou durante o mandato Dilma, que mesmo com um passivo financeiro comparativamente mais elevado, esse investimento não supriu a demanda industrial do Brasil, e tão pouco fez pelo crescimento nacional. A justificativa para isso sugere uma retração dos mesmos em função do clima político e institucional.

Durante o período analisado, as políticas macroeconômicas não sustentaram o fluxo de capitais externos entrantes na economia nacional. Levando a crê que fatores externos foram os principais fatores, para a entrada dos investimentos direto e em carteira para o Brasil entre 2004 e 2014.

No caso brasileiro, a abertura da conta de capitais foi demasiadamente mal planejada e mal executada, as empresas negociadas não ampliaram as plantas produtivas durante o período, como salientado pela teoria que embasava esta decisão. O que ocorreu foi uma desnacionalização da produção nacional. Não se pode negar que houve uma expansão das matrizes produtiva, mas que não corroborou com o ciclo virtuoso de emprego, renda e consumo como esperado.

Conforme salientado por Baumman e Gonçalves, o balanço de pagamentos tem de se equilibra de modo tal, que o país pudesse pagar as suas obrigações externas sem que para isso reduzisse a sua atividade a um nível menor que o desejável, ou mantivesse políticas econômicas de restrição à importação e incentivos excessivos as exportações. Causando assim um equilíbrio econômico no balanço de pagamentos, não sendo apenas um equilíbrio contábil. O que se percebe, é que o Brasil ao longo dos anos, manipulou o BP para se alcançar o equilíbrio contábil, não mantendo um equilíbrio econômico sustentado.

De certo modo, a nova metodologia do balanço de pagamentos já proporciona uma visão crítica a respeito da conta financeira do Balanço de pagamentos da economia Brasileira, ao colocar tal conta em evidência diante das demais contas do BP, tendo como base a função de equilíbrio. Revelando uma tendência de internacionalização da economia brasileira, uma análise previa e visual sobre o saldo das contas selecionadas, observa-se um aumento

significativo do capital estrangeiro (IE) na estrutura produtiva do país nos últimos anos. Outro fator observado é a elevação da participação de não residentes no estoque de títulos domésticos nos últimos anos. O que conseqüentemente, aumentou a participação de lucro de e fluxo de juros de não residentes.

De acordo com a análise dos resultados apresentados, constatou-se que o investimento externo manteve uma relação determinante para a composição do saldo da conta financeira e conseqüentemente para o equilíbrio do balanço de pagamentos, no período estudado. O que ficou perceptível é que o investimento direto detém uma superioridade nesta contribuição, já que a mesma se correlacionou com o saldo da conta de CF e TC, em níveis superiores aos retratados pelo investimento em carteira.

Foi possível constatar também, que o investimento direto líquido, ofereceu uma maior contribuição tanto para o saldo da conta financeira, quanto para o equilíbrio do BP, em dez dos anos estudados. Ao passo que a contribuição do investimento líquido em carteira só foi relevante em um ano da série.

No entanto, mesmo a situação nacional havendo se modificado com o passa dos anos, o componente do investimento externo vem se solidificando e se caracterizando como um elemento decisivo para a economia nacional e para a construção do equilíbrio externo do Brasil. Postulando que o país ainda mantém uma vultosa relação de dependência do capital externo, em conjunção com os dados apontados, não sendo esta uma dependência econômica, como anteriormente na história do Brasil, mas sendo esta uma dependência, sobretudo contábil.

Ainda em relação aos resultados obtidos na análise, não se constatou uma conexão relevante entre a variação dos indicadores macroeconômicos e o volume de entrada do IE. Dentro da metodologia utilizada, apurou-se que as variáveis que mais se correlacionaram com o IC foram à taxa de câmbio real, risco país e PIB mundial. Já quanto ao ID foram: a taxa de câmbio real, PIB mundial e PIB nacional.

Quando se referencia a função de equilíbrio do balanço de pagamentos, anteriormente citada, em que a representação contábil mercado de bens, renda e serviços deve ser igual a representação contábil do mercado financeiro, os resultados apontam que os correspondentes ao investimento externo sustentam em oito dos onze anos analisados, uma soberania diante o mercado de bens. Em vezes, apresentando uma equivalência muito maior do que essa igualdade. Validando os objetos expostos, mas se tratando do equilíbrio dos mercados, correspondente ao equilíbrio econômico essa pesquisa não conseguiu verificar tal formulação.

Conforme salientado acima, observa-se uma necessidade de avaliação dos resultados obtidos acerca dos determinantes do IC e ID para a economia brasileira. E também o modo pelo qual estas, equilibram o balanço de pagamentos de modo contábil e econômico, já que não foi possível concluir por meio deste trabalho. Se objetivando em realizar uma análise através de métodos quantitativos de correlação e análise de regressão.

Em relação aos apontamentos levantados, constata-se uma relação de *trade-off* da relação entre o investimento externo e o equilíbrio do BP. Já que a entrada equivalente do IC e ID oportuniza o equilíbrio do balanço de pagamentos em um ano, contudo, este mesmo volume configura o desequilíbrio da conta de transações correntes, por meio do estrangulamento da conta de renda, no mesmo ano ou no ano seguinte. Denota-se que o Brasil não sustenta mais a política de atratividade de capitais externos, como prioridade para se manter o equilíbrio do BP, no entanto, observa-se uma elevação do passivo de investimento externo no país, principalmente durante os últimos anos. A justificativa para isso pode estar ligada a fatores não pontuados, como estabilidade institucional, confiabilidade internacional, geopolíticos, conjuntura externa e parcerias comerciais.

## REFERÊNCIAS

- ALENCAR, D.; STRACHMAN, E. Investimento Direto Estrangeiro E Balanço De Pagamentos, No Brasil: 1994 E 2008. Anais do **XLI Encontro Nacional de Economia**. 2013. Disponível em < [https://www.anpec.org.br/encontro/2013/files\\_I/i4-5295e3d0fa8e6754a2b275f955790c6f.pdf](https://www.anpec.org.br/encontro/2013/files_I/i4-5295e3d0fa8e6754a2b275f955790c6f.pdf)> Acesso em: 04 de setembro de 2016.
- BARBOSA, F.J. **A internacionalização do grupo Gerdau**: Um estudo de caso, 2004. 121f. Dissertação (Mestrado em administração) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - PUC-RIO, Rio de Janeiro, 2004. Disponível em < [http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/Busca\\_etds.php?strSecao=resultado&nrSeq=5877@1](http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/Busca_etds.php?strSecao=resultado&nrSeq=5877@1)> Acesso em: 27 de outubro de 2015.
- BARBOSA, L. O. S.; MEURER, R. **Determinantes do investimento estrangeiro em carteira no Brasil de 1995 a 2009**. In: XXXVIII Encontro Nacional de Economia: Anais do XXXVIII Encontro Nacional de Economia, 2010. Disponível em < <http://econpapers.repec.org/scripts/redir.pf?u=http%3A%2F%2Fwww.anpec.org.br%2Fencontro2010%2Finscricao%2Farquivos%2F379-3aea02569b5db847df4f0ff590d26381.docx;h=repec:anp:en2010:075>> Acesso em: 01 de novembro de 2016.
- BAUMANN, R.; GONÇALVES, R. **Economia internacional**: Teoria e experiência brasileira. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.
- BIELSCHOWSKY, R.(Org). **Cinquenta anos de pensamento na Cepal**. Tradução de Vera Ribeiro. Rio de Janeiro: Record, 2000. Disponível em < [http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/1607/S33098N962Av1\\_pt.pdf;jsessionid=BF258A02A087EC93279E4B758D865E5F?sequence=1http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/1607/S33098N962Av1\\_pt.pdf;jsessionid=BF258A02A087EC93279E4B758D865E5F?sequence=1http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/1607/S33098N962Av1\\_pt.pdf;jsessionid=BF258A02A087EC93279E4B758D865E5F?sequence=1](http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/1607/S33098N962Av1_pt.pdf;jsessionid=BF258A02A087EC93279E4B758D865E5F?sequence=1http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/1607/S33098N962Av1_pt.pdf;jsessionid=BF258A02A087EC93279E4B758D865E5F?sequence=1http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/1607/S33098N962Av1_pt.pdf;jsessionid=BF258A02A087EC93279E4B758D865E5F?sequence=1)>. Acesso em: 12 de abril de 2017.
- BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. Tradução de Luciana do Amaral Teixeira. 5.ed. São Paulo: Pearson Prentice, 2011.
- BRASIL, Banco central do Brasil - BACEM. **Mercado de câmbio**: Definições. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?merccamfaq#15>> Acesso em: 18 de Junho de 2016.
- \_\_\_\_\_, Instituto de Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE. **Sistema de contas Nacionais**. Disponível em <[ftp://ftp.ibge.gov.br/Contas\\_Nacionais/Sistema\\_de\\_Contas\\_Nacionais/Notas\\_Metodologicas\\_2010/02\\_estrutura\\_scn.pdf](ftp://ftp.ibge.gov.br/Contas_Nacionais/Sistema_de_Contas_Nacionais/Notas_Metodologicas_2010/02_estrutura_scn.pdf)> Acesso em: 17 de Julho de 2016.
- \_\_\_\_\_, Secretaria da Fazenda. **Política Macroeconômica**. Disponível em < <http://www.spe.fazenda.gov.br/assuntos/politica-macroeconomica>> Acesso em: 18 de Junho de 2016.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. O governo Dilma frente ao “tripé macroeconômico” e à direita liberal e dependente. **Novos Estudos - Cebrap**, São Paulo, n. 95, p. 5-14, mar. 2012.

Disponível em: < [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0101-33002013000100001](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-33002013000100001) >. Acesso em: 22 de abril. 2015.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; GALA, P. Por que a poupança externa não promove o crescimento. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 27, n. 1, p.3-19, jan./mar. 2007. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572007000100001&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572007000100001&script=sci_arttext)>. Acesso em: 12 ago. 2016.

CAGNIN, R.F. et al. A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012). **Novos Estudos - Cebrap**, São Paulo. n. 97, p. 169-185, Nov. 2013. Disponível em: < [http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-33002013000300011&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-33002013000300011&script=sci_arttext) > . Acesso em: 22 de abril. 2015.

CARMINATI, J. G.O. de; FERNANDES, E. A. O impacto do investimento direto estrangeiro no crescimento da economia brasileira. **Planejamento e políticas públicas**. n. 41, p. 141-172, jul./dez. 2013. Disponível em < <https://ipea.gov.br/ppp/index.php/PPP/article/view/424> > Acesso em: 01 de setembro de 2016.

CARVALHO, F. J. C. de, et al. **Economia monetária e financeira: Teoria e política**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CHESNAIS, F. **A Mundialização do Capital**. Tradução Silvana Finzi Foá, São Paulo, Xamã, 1996, p. 47-87.

DAER, T. P; **Uma análise empírica do investimento agregado na economia brasileira de 2003 a 2012**. (Monografia), FLORIANÓPOLIS, 2013, p. 86.

DUNNING, J.H. **The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity**. *International Business Review*, 9(2). Disponível em < [http://www.exeter.ac.uk/media/universityofexeter/internationalexeter/documents/iss/Dunning\\_IBR\\_2000.pdf](http://www.exeter.ac.uk/media/universityofexeter/internationalexeter/documents/iss/Dunning_IBR_2000.pdf) > Acesso em: 20 de Abril de 2017.

EICHENGREEN, B.; LEBLANG D. Capital account liberalization and growth: Was Mr. Mahathir Right?" **NBER Working Paper**, 9427, Cambridge, MA. 2000 Disponível em <[http://economics.kenyon.edu/Longbrake/Econ339/Eichengreen\\_Barry.pdf](http://economics.kenyon.edu/Longbrake/Econ339/Eichengreen_Barry.pdf)> Acesso em: 12 de maio de 2017.

FEIJÓ C.A; RAMOS R.L.O. (Org.). **Contabilidade Social: A Nova Referência das Contas Nacionais do Brasil**. 3. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, Cap. 5, 2003.

FILGUEIRAS, L. **Projeto político e modelo econômico neoliberal no Brasil: implantação, evolução, estrutura e dinâmica**. Faculdade de Ciências Econômicas da UFBA. 2005. Disponível em < [http://www.nec.ufba.br/artigos/Artigos/Textos\\_para\\_discussao/2006%20-%20textos%20para%20a%20discuss%C3%A3o%20-%20projeto%20pol%C3%ADtico%20e%20modelo%20econ%C3%B4mico%20neoliberal%20no%20brasil.pdf](http://www.nec.ufba.br/artigos/Artigos/Textos_para_discussao/2006%20-%20textos%20para%20a%20discuss%C3%A3o%20-%20projeto%20pol%C3%ADtico%20e%20modelo%20econ%C3%B4mico%20neoliberal%20no%20brasil.pdf) >. Acesso em: 20 de Abril de 2017.

FILGUEIRAS, L.; PINTO, E. C. Governo Lula: contradições e impasses da política econômica. In: IX Encontro Nacional de Economia Política, Uberlândia. **Anais do IX Encontro nacional de Economia Política**, Uberlândia: VUDIX, 2004. Disponível em < [http://www.nec.ufba.br/artigos/Artigos/Congressos\\_e\\_Eventos/2004%20-%20IX%20ENCONTRO%20DE%20ECONOMIA%20POLITICA%20-%20Governo%20Lula%20-%20Contradi%C3%A7%C3%B5es%20e%20Impasses%20da%20Pol%C3%ADtica%20Econ%C3%B4mica.pdf](http://www.nec.ufba.br/artigos/Artigos/Congressos_e_Eventos/2004%20-%20IX%20ENCONTRO%20DE%20ECONOMIA%20POLITICA%20-%20Governo%20Lula%20-%20Contradi%C3%A7%C3%B5es%20e%20Impasses%20da%20Pol%C3%ADtica%20Econ%C3%B4mica.pdf)>. Acesso em: 17 de Abril de 2017.

FILGUEIRAS, Luiz, GONÇALVES, R. **A Economia Política do Governo Lula**. Rio de Janeiro: Ed. Contraponto, 2007, p. 95-116.

FRANZEN, A; MEURER, R.; SEABRA, F; GONÇALVES, C. (2009). **Determinantes do fluxo de investimento de portfólio para o mercado acionário brasileiro**. Revista de Estudos Econômicos, V. 39, N. 2, São Paulo – abr/jun 2009.

GIAMBIAGI, F. et al. **Economia brasileira contemporânea: 1945-2010**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 147-244.

GONÇALVES, R. **Vagão Descarrilhado: o Brasil e o futuro da economia global**. Rio de Janeiro: Record, 2002.

GREMAUD, A. P. et al. **Economia brasileira contemporânea**. 7<sup>a</sup>.ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 415-508.

IPEA. **Economia brasileira no período 1987-2013: relatos e interpretações da análise de conjuntura no Ipea**, Fernando José da S. P. Ribeiro et al. (Org), Brasília : IPEA, 2015. Disponível em < [http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=26661](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=26661)> Acesso em: 18 de Janeiro de 2017.

IZERROUGENE, B. ; MATA, H. T. C. .Os impactos dos Investimentos estrangeiros sobre as Economias Não desenvolvidas na era da Liberalização financeira: o caso dos países do Mercosul.. In: Luiz José Pimenta; Francisco Santos de Araujo. (Org.) **Reflexões de economistas baianos 2011**. 2 ed.Salvador: Corecon BA, 2011, v. 1, p. 13-58.

KEYNES, M. Jhon. **A teoria geral do emprego, dos juros e da moeda**. 1. Ed. São Paulo: Atlas, 1982.

MARTINS, A. **Estatística descritiva: Tabelas e gráficos**. Disponível em < <http://www.each.usp.br/amartins/Aula8.pdf>> Acesso em 06 de abril de 2017.

NASCIMENTO, R; SOUZA, A. F. de. **Uma Breve Análise da Evolução do Balanço de Pagamentos no Brasil**. Disponível em < [http://www.desenvolvimento.gov.br/arquivos/dwnl\\_1196954731.pdf](http://www.desenvolvimento.gov.br/arquivos/dwnl_1196954731.pdf)> Acesso em: 07 de Junho 2015.

OLIVEIRA, G; TUROLLA, F. **Política econômica do segundo governo FHC: Mudança em condições adversas**. Tempo Social – Revista de Sociologia da USP. Departamento de

Sociologia, Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo. V. 15, N. 2, novembro de 2003.

OREIRO, J.L.; DEZORDI, L.L. Uma Avaliação da Política Macroeconômica do Governo Lula I. **Economia & Tecnologia** – Curitiba, Ano. 2, Vol. 7 – Out./Dez. de 2006. Disponível em:

<<http://www.economiaetecnologia.ufpr.br/boletim/Economia & Tecnologia Ano 02 Vol 0 07.pdf>>. Acesso em: 2 de fevereiro de 2017.

PAULANI, L.; BRAGA, M. B. **A nova contabilidade social**. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 132-158.

PRATÉS, R.C.; REZENDE, A. A. de. Considerações a respeito do Balanço de Pagamentos: uma análise da evolução e dinâmica das contas brasileiras no período 2000-2014. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, Curitiba, v.36, n.128, p.65-81, jan./jun. 2015.

REGO, J. M; MARQUES, R. M. (Org) **Economia Brasileira**. São Paulo: Saraiva, 2010. 4.ed, p. 226- 297.

REVISTA BRASILEIRA DE ECONOMIA. Contas Nacionais do Brasil. **Revista Brasileira de economia**. v. 14, n. 1. 1960. Disponível em <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/issue/view/14-1>> Acesso em: 17 de Junho 2016.

SILVA FILHO, E.B. da. Trajetória recente do investimento estrangeiro direto e em carteira no Brasil. **Boletim de Economia e Política Internacional**, N. 19, Jan/Abr. 2015. Disponível em < [http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/5262/1/BEPI\\_n19\\_Trajet%C3%B3ria.pdf](http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/5262/1/BEPI_n19_Trajet%C3%B3ria.pdf)> Acesso em: 27 de outubro de 2016.

SCHLÖGL, B. **A política anticíclica durante a crise global de 2008/2009**. (Monografia), Florianópolis, 2011, p.92.

## ANEXO

## [Anexo A – Contas selecionadas do balanço de pagamentos: Entre 2004-2014]

<b>Balanço de pagamentos – BPM6</b>											
US\$ milhões											
Discriminação	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Transações correntes</b>	<b>11 347</b>	<b>13 547</b>	<b>13 030</b>	<b>408</b>	<b>-30 640</b>	<b>-26 261</b>	<b>-75 824</b>	<b>-77 032</b>	<b>-74 218</b>	<b>-74 839</b>	<b>-104 181</b>
Receitas	115 684	141 207	167 991	200 464	245 667	193 816	254 458	320 279	294 334	297 511	281 843
Despesas	104 337	127 660	154 961	200 056	276 307	220 077	330 282	397 311	368 552	372 350	386 024
<b>Balança comercial (bens) e Serviços</b>	<b>28 217</b>	<b>35 542</b>	<b>35 709</b>	<b>25 381</b>	<b>6 941</b>	<b>5 384</b>	<b>-11 665</b>	<b>-9 541</b>	<b>-22 748</b>	<b>-45 984</b>	<b>-54 736</b>
Receitas	108 529	133 547	156 187	183 405	227 263	179 696	231 996	292 488	281 100	279 588	264 063
Despesas	80 313	98 005	120 479	158 024	220 322	174 312	243 661	302 029	303 848	325 571	318 799
<b>Renda primária</b>	<b>-20 107</b>	<b>-25 553</b>	<b>-26 985</b>	<b>-29 002</b>	<b>-41 806</b>	<b>-34 983</b>	<b>-67 055</b>	<b>-70 475</b>	<b>-54 308</b>	<b>-32 538</b>	<b>-52 170</b>
Receitas	3 613	3 609	6 956	12 087	13 087	9 384	17 696	22 882	8 618	12 130	12 849
Despesas	23 719	29 162	33 942	41 089	54 893	44 367	84 751	93 357	62 926	44 668	65 020
<b>Renda secundária</b>	<b>3 236</b>	<b>3 558</b>	<b>4 306</b>	<b>4 029</b>	<b>4 224</b>	<b>3 338</b>	<b>2 896</b>	<b>2 984</b>	<b>2 838</b>	<b>3 683</b>	<b>2 725</b>
Receitas	3 542	4 051	4 847	4 972	5 317	4 736	4 766	4 909	4 616	5 794	4 930
Despesas	306	493	541	943	1 093	1 398	1 870	1 925	1 778	2 111	2 205
<b>Conta capital</b>	<b>- 213</b>	<b>187</b>	<b>180</b>	<b>249</b>	<b>152</b>	<b>237</b>	<b>242</b>	<b>256</b>	<b>208</b>	<b>322</b>	<b>231</b>
Receitas	161	315	247	273	264	282	347	376	322	426	376
Despesas	374	128	67	24	111	45	105	121	114	104	145
<b>Conta Financeira: Concessões líquidas (+) / Captações líquidas (-)</b>	<b>9 020</b>	<b>13 040</b>	<b>13 115</b>	<b>-2 495</b>	<b>-28 806</b>	<b>-26 354</b>	<b>-76 012</b>	<b>-79 242</b>	<b>-73 954</b>	<b>-72 696</b>	<b>-100 599</b>
<b>Investimento direto</b>	<b>-8 339</b>	<b>-12 550</b>	<b>9 380</b>	<b>-27 518</b>	<b>-24 601</b>	<b>-36 033</b>	<b>-61 689</b>	<b>-85 091</b>	<b>-81 399</b>	<b>-54 240</b>	<b>-70 855</b>
<b>Investimentos diretos no exterior</b>	<b>9 822</b>	<b>2 910</b>	<b>28 798</b>	<b>17 061</b>	<b>26 115</b>	<b>-4 552</b>	<b>26 763</b>	<b>16 067</b>	<b>5 208</b>	<b>14 942</b>	<b>26 040</b>
Ingressos	1 275	1 368	1 344	14 342	9 361	20 548	17 939	21 981	7 855	8 050	7 121
Saídas	11 098	4 279	30 142	31 404	35 476	15 996	44 702	38 048	13 062	22 992	33 161
<b>Investimentos diretos no país</b>	<b>18 161</b>	<b>15 460</b>	<b>19 418</b>	<b>44 579</b>	<b>50 716</b>	<b>31 481</b>	<b>88 452</b>	<b>101 158</b>	<b>86 607</b>	<b>69 181</b>	<b>96 895</b>
Ingressos	25 812	30 208	32 184	58 387	76 110	58 214	118 235	136 511	107 299	95 095	130 625
Saídas	7 651	14 748	12 766	13 808	25 393	26 733	29 783	35 354	20 693	25 913	33 730
<b>Investimentos em carteira</b>	<b>4 750</b>	<b>-4 885</b>	<b>-9 081</b>	<b>-48 695</b>	<b>-2 953</b>	<b>-52 140</b>	<b>-66 913</b>	<b>-41 248</b>	<b>-15 826</b>	<b>-32 787</b>	<b>-38 708</b>
<b>Investimentos em carteira – ativos</b>	<b>755</b>	<b>1 771</b>	<b>- 6</b>	<b>- 286</b>	<b>-1 900</b>	<b>-4 125</b>	<b>4 735</b>	<b>-16 856</b>	<b>7 403</b>	<b>8 981</b>	<b>2 820</b>
Receitas	2 767	3 159	6 024	5 736	5 408	10 473	10 914	28 879	8 907	11 279	17 209
Despesas	3 522	4 929	6 018	5 449	3 508	6 349	15 649	12 024	16 309	20 260	20 029
<b>Investimentos em carteira – passivos</b>	<b>-3 996</b>	<b>6 655</b>	<b>9 076</b>	<b>48 409</b>	<b>1 053</b>	<b>48 015</b>	<b>71 648</b>	<b>24 392</b>	<b>23 228</b>	<b>41 768</b>	<b>41 527</b>
Receitas	30 614	59 376	99 367	210 232	268 280	196 307	178 821	134 323	162 437	244 430	272 324
Despesas	34 610	52 721	90 291	161 823	267 227	148 292	107 173	109 930	139 209	202 662	230 797
<b>Derivativos</b>	<b>677</b>	<b>40</b>	<b>- 41</b>	<b>710</b>	<b>312</b>	<b>- 156</b>	<b>112</b>	<b>- 3</b>	<b>- 25</b>	<b>- 110</b>	<b>1 568</b>
Ativos	- 467	- 508	- 482	- 88	- 298	- 322	- 356	- 387	- 301	- 497	- 7 614
Passivos	- 1 145	- 548	- 441	- 799	- 610	- 166	- 468	- 384	- 276	- 387	- 9 182
<b>Outros investimentos</b>	<b>9 687</b>	<b>26 115</b>	<b>-17 712</b>	<b>-14 476</b>	<b>-4 533</b>	<b>15 324</b>	<b>3 378</b>	<b>-11 538</b>	<b>4 396</b>	<b>20 367</b>	<b>-3 436</b>
Ativos	966	3 992	6 774	17 207	3 615	28 737	40 342	35 790	23 840	39 413	50 667
Passivos	- 8 721	- 22 123	24 486	31 683	8 149	13 413	36 965	47 328	19 444	19 046	54 103
<b>Ativos de reserva</b>	<b>2 244</b>	<b>4 319</b>	<b>30 569</b>	<b>87 484</b>	<b>2 969</b>	<b>46 651</b>	<b>49 101</b>	<b>58 637</b>	<b>18 900</b>	<b>-5 926</b>	<b>10 833</b>
<b>Erros e omissões</b>	<b>-2 114</b>	<b>-694</b>	<b>-95</b>	<b>-3 152</b>	<b>1 682</b>	<b>- 330</b>	<b>- 430</b>	<b>-2 466</b>	<b>57</b>	<b>1 821</b>	<b>3 351</b>

Fonte: BCB, 2016.