

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 496

Poupança Externa e o Financiamento do Desenvolvimento

Marcela Meirelles Aurélio

JULHO DE 1997

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 496

Poupança Externa e o Financiamento do Desenvolvimento*

*Marcela Meirelles Aurélio***

Brasília, julho de 1997

Este trabalho beneficiou-se dos comentários de Carlos von Doellinger, Francisco Pereira, José Cláudio Ferreira da Silva, Alexis Maka, Giovanni M. Melo, Mário Jorge C. de Mendonça, Fernando Ribeiro e Thiago R. Pereira. A autora exime-os, naturalmente, de responsabilidade sobre os erros remanescentes.

Técnica da Coordenação Geral de Finanças Públicas e Política Fiscal do IPEA.

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E ORÇAMENTO
Ministro: *Antônio Kandir*
Secretário Executivo: *Martus Tavares*



Presidente
Fernando Rezende

DIRETORIA

Claudio Monteiro Considera
Gustavo Maia Gomes
Luís Fernando Tironi
Luiz Antonio de Souza Cordeiro
Mariano de Matos Macedo
Murilo Lôbo

O IPEA é uma fundação pública, vinculada ao Ministério do Planejamento e Orçamento, cujas finalidades são: auxiliar o ministro na elaboração e no acompanhamento da política econômica e promover atividades de pesquisa econômica aplicada nas áreas fiscal, financeira, externa e de desenvolvimento setorial.

TEXTO PARA DISCUSSÃO tem o objetivo de divulgar resultados de estudos desenvolvidos direta ou indiretamente pelo IPEA, bem como trabalhos considerados de relevância para disseminação pelo Instituto, para informar profissionais especializados e colher sugestões.

Tiragem: 160 exemplares

SERVIÇO EDITORIAL

Brasília — DF:
SBS Q. 1, Bl. J, Ed. BNDES, 10^o andar
CEP 70076-900
E-Mail: edit@ipea.gov.br

Rio de Janeiro — RJ:
Av. Presidente Antonio Carlos, 51, 14^o andar
CEP 20020-010
E-Mail: editorial@ipea.gov.br

SUMÁRIO

SINOPSE

1	INTRODUÇÃO	7
2	A FUNCIONALIDADE DA POUPANÇA EXTERNA PARA O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO	8
3	OS DETERMINANTES DOS FLUXOS DE CAPITAIS EXTERNOS PARA AS ECONOMIAS EMERGENTES	21
4	CONCLUSÕES	39
	ANEXO	41
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	44

SINOPSE

Este trabalho procura avaliar o potencial de contribuição da poupança externa para o financiamento da retomada do crescimento econômico brasileiro. Com base nas relações macroeconômicas que vinculam os fluxos de capitais externos, o déficit em transações correntes e o investimento, buscamos deduzir os pré-requisitos para que a captação de poupança externa seja funcional ao desenvolvimento econômico. Em seguida, tendo como referência as características intrínsecas às três modalidades básicas de captação de recursos externos — a saber, em empréstimos em moeda, investimentos de portfólio e investimentos estrangeiros diretos —, procuramos apresentar parâmetros para a reflexão acerca dos seus condicionantes e de sua evolução no longo prazo. Finalmente, sugerimos formas por meio das quais o país poderia melhorar a qualidade do seu *funding* externo.

1 INTRODUÇÃO

A retomada do crescimento econômico, em meio ao esgotamento do padrão de financiamento público aos investimentos produtivos e de infraestrutura, tem levantado a questão da identificação de fontes alternativas de financiamento. Nesse contexto, torna-se importante a análise do potencial de participação da poupança externa no financiamento do desenvolvimento.

Desde o final da década de 80, após cerca de dez anos de interrupção dos fluxos de capitais externos para os países em desenvolvimento, observa-se seu vigoroso retorno para essas economias. A importância desse fenômeno não ocorre apenas em função do expressivo volume de recursos que têm sido canalizados para os *mercados emergentes*, mas também porque traz em seu cerne mudanças qualitativas em relação à composição e ao comportamento dos fluxos financeiros. No caso da economia brasileira, deve-se também levar em consideração o fato de os superávits da conta capital estarem sendo acompanhados, desde 1994, por substanciais déficits em transações correntes, tratando-se, portanto, de um retorno à captação líquida de *poupança externa*.

Este trabalho procura discutir o papel da poupança externa no financiamento do desenvolvimento econômico brasileiro. Inicialmente, são analisadas as relações macroeconômicas que vinculam o investimento e a poupança internos ao déficit em transações correntes. São realizados testes empíricos cujos resultados devem permitir qualificações acerca da forma com a qual o investimento e a poupança externa interagem ao longo do tempo, com o objetivo de aferir o grau de funci-

onalidade que a poupança externa tem apresentado para o crescimento econômico.¹

O financiamento externo somente pode ser considerado uma fonte alternativa de *funding* caso os fluxos de capitais subjacentes possam ser considerados estáveis. Seguindo esse referencial, este estudo compreende uma segunda etapa, na qual buscamos analisar as perspectivas de continuidade dessa expressiva captação de recursos externos pela economia brasileira. Nesse contexto, nosso referencial analítico consiste em associar a continuidade desse panoram a atual à estabilidade de um determinado espectro de fatores internos e externos às economias receptoras — fatores que, desde o início da década de 90, contribuíram para impulsionar a canalização de capitais para as economias *emergentes*.

Procura-se ressaltar que os fatores internos e externos são elementos que interagem e influenciam de forma *diferenciada* cada uma das modalidades de capital externo. O objetivo que permeia essa etapa consiste em explicar que essa diferenciação, em termos do peso que se deve atribuir a cada determinante, emana do fato de que cada modalidade de fluxo de capital possui características que a distinguem das demais. À luz dessas características intrínsecas a cada modalidade de fluxo de capital, procuramos salientar os mecanismos que estão à disposição do país para que o acesso à poupança externa ocorra de forma favorável, em termos de prazos e custos, e para que a *composição do funding externo* seja funcional à retomada do crescimento econômico.

2 A FUNCIONALIDADE DA POUPANÇA EXTERNA PARA O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

¹ O leitor deverá perceber que assumimos implicitamente a inexistência de distinção teórica — relevante para o estudo em questão — entre as expressões *crescimento econômico* e *desenvolvimento econômico*.

Um aspecto que nem sempre é ressaltado quando se estuda a mudança quantitativa e qualitativa dos fluxos de capitais para países em desenvolvimento na década de 90 consiste no fato de que superávits da conta capital não são necessariamente acompanhados pela captação de *poupança externa*, a qual é definida como o déficit do balanço de pagamentos em transações correntes.

Quando o superávit da conta capital não é acompanhado por déficits em transações correntes, a análise da sustentabilidade dos fluxos de capitais — e, portanto, a análise de seu potencial de contribuição para o crescimento econômico do país receptor — está circunscrita ao estudo das características dos fluxos de capitais *per se*: nesse sentido, por exemplo, a continuidade das captações de empréstimos em moeda pela emissão de bônus pode estar condicionada apenas à permanência da atual conjuntura de elevada liquidez no mercado secundário de títulos emitidos por economias emergentes. Analogamente, os fluxos de investimento de portfólio teriam sua continuidade assegurada pela manutenção do diferencial entre juros internos e externos.

Quando as entradas de capitais externos passam a *financiar* o déficit em transações correntes — e, portanto, a captação de poupança externa —, a análise da sustentabilidade dos fluxos passa a remeter, necessariamente, às condições de *solvência externa* da economia. Em outras palavras, *deve-se explicitar os pré-requisitos para a construção de uma trajetória de financiamento externo que, ao ser funcional para o desenvolvimento econômico da economia receptora, assegure o equilíbrio futuro do balanço de pagamentos.*

Relembrar algumas identidades macroeconômicas pode ser útil para que seja reiterada a importância dessa discussão. Num economia aberta, a renda nacional é igual ao dispêndio interno e externo em bens e serviços produzidos por fatores de produção domésticos, mais as transferências unilaterais, menos a renda líquida enviada para o exterior:

$$Y - C - I - G = (X - M - T - R^*) \quad (1)$$

em que Y = renda nacional

C = consumo

I = investimento

G = gasto do governo

$(X - M - T - R^*) = TC$ = saldo do balanço de pagamentos em transações correntes = exportações (X) menos as importações (M) de bens e serviços não-fatores, mais transferências unilaterais (T), menos o pagamento líquido de serviços fatores (R^*).

Se $(X - M - T - R^*) < 0$, ou seja, se o país incorre em déficits em transações correntes, podemos dizer que se está captando poupança externa, o que deve ser financiado por um aumento de seu passivo externo líquido.²

Rearranjando (1), explicitamos que os excessos de dispêndio sobre a renda devem ser compensados pela captação de poupança externa sob a forma de déficits em transações correntes (TC):

$$Y - C - I - G = TC \quad (2)$$

Por outro lado, sabemos que $Y - C - G = S$, em que S é a poupança interna. Assim, temos:

$$S - I = TC \quad (3)$$

Segundo (3), o déficit em transações correntes reflete, por definição, a insuficiência de poupança interna para dado nível de investimento. A condição de solvência do país implica que esse *gap* entre a poupança interna e o investimento não pode ser permanente, pois, nesse caso, a economia não sinalizaria uma capacidade futura de gerar os superávits externos, de forma a conter o crescimento de seu passivo externo.

² Alternativamente, o país poderia se financiar diminuindo seu estoque de ativos externos, o que poderia ser feito, por exemplo, com o declínio do seu estoque de reservas. De qualquer forma, isso implicaria um aumento do seu passivo externo (líquido das reservas).

No curto prazo, essa restrição é compatível com o fato de o excesso de investimento sobre a poupança ser coberto pela captação de poupança externa. Entretanto, a consistência dessa dinâmica de curto prazo com o equilíbrio futuro do balanço de pagamentos depende da natureza do desequilíbrio entre a poupança interna e o investimento: a captação de poupança externa somente estará associada à promoção do desenvolvimento econômico — e, portanto, só será sustentável — se estiver financiando um incremento do investimento, e não um incremento do consumo com correlata diminuição da poupança interna.

Se este pré-requisito estiver sendo respeitado, a captação de poupança externa estará contribuindo para a estabilidade, no longo prazo, da relação *passivo externo*/PIB, a qual deverá refletir não apenas um crescimento do produto, mas também o desenvolvimento do setor exportador e o fortalecimento da capacidade de geração de divisas.

A identidade (3) não nos informa se essa condição está sendo respeitada, pois permite que interpretemos o desequilíbrio externo de cinco formas:

Cenário 1 — sendo estável o nível de investimento, está ocorrendo diminuição da poupança interna.

Cenário 2 — sendo estável o nível de poupança interna, está ocorrendo aumento do investimento.

Cenário 3 — a poupança interna está caindo e o investimento, aumentando.

Cenário 4 — a poupança interna está aumentando, mas a um ritmo inferior ao do aumento do investimento.

Cenário 5 — a poupança interna e o investimento estão em declínio, mas a poupança cai a um ritmo superior ao da queda do investimento.

Qual desses cenários reflete com maior acurácia a natureza recente do desequilíbrio brasileiro em transações correntes? Segundo as estatísticas do IBGE, e tomando-se valores a preços correntes, a poupança interna passou de 20,7% para 16,8% do PIB entre 1990 e 1995. Cumprе ressaltar que, até

1994, a poupança manteve-se relativamente estável (19,3% do PIB em 1994): isso se deve ao fato de que, no período 1990/1994, o aumento da poupança pública compensou a queda da poupança privada. Em 1995, esse quadro se reverteu, tendo a poupança privada aumentado, em relação ao ano anterior, de 12,4% para 14,7% do PIB. Por outro lado, nesse mesmo período, a poupança pública caiu de 3,9% para -0,8% do PIB.³

A formação bruta de capital fixo (FBKF) também apresentou tendência ao declínio entre 1990 e 1995, pois evoluiu de 21,6% para 19,2% do PIB (a preços correntes). Por outro lado, se utilizarmos dados a preços constantes de 1980, notamos uma tendência contrária do investimento, o qual teria se elevado de 15,5% para 16,6% do PIB nesse mesmo período [IBGE (1996)]. Segundo Souza (1996, p. 117), esses dados informam que, apesar de estar ocorrendo aumento da quantidade *física* de investimento, o fato de o preço dos bens de capital estar diminuindo tornou "...possível fazer mais investimento gastando-se menos (como porcentagem do PIB)". O porquê dessa tendência torna-se claro em função do aumento da participação relativa dos bens de capital importados na FBKF (impulsionado pela queda do seu preço relativo).⁴

Esses dados indicam que o cenário 5 é o que melhor explica a necessidade atual da economia brasileira de recorrer à captação de poupança externa, mas deve-se estar atento para o fato de que, a preços constantes, o investimento tem aumentado sua participação percentual no PIB — aspecto con-

³ Os dados relativos à poupança privada e à poupança pública estão em Souza (1996). Segundo esse autor, o aumento da poupança privada foi compatível com o aumento do consumo privado (que evoluiu de 59,8% para 65,3% do PIB, segundo dados do IBGE a preços correntes), porque a maior parte dos gastos públicos consistiu no aumento das transferências para o setor privado, o que possibilitou aumento da renda do setor privado com o proporção do PIB.

⁴ De acordo com os dados de Souza (1996), em 1995, uma unidade de construção civil comprava cinco vezes mais bens de capital importados do que em 1980.

sistente com o estímulo propiciado pela maior estabilidade macroeconômica e pela queda dos custos de aquisição dos bens de capital. Cumpre salientar, entretanto, que parte da captação de poupança externa tem assumido a característica de compensação pela queda da poupança interna. Nesse sentido, podemos afirmar que a efetiva funcionalidade da captação de poupança externa para o financiamento do desenvolvimento estará condicionada ao encaminhamento do problema do desequilíbrio das contas públicas e ao estímulo ao crescimento da poupança privada.

Conforme salienta Tesar (1991, p. 71), a identidade (3) "... provém das definições utilizadas na contabilidade da renda nacional; [esta identidade] não determina a relação comportamental que vincula estes agregados". Feita essa ressalva, fica claro que, se desejamos transitar da análise dos determinantes do déficit em transações correntes para o estudo de seu potencial de contribuição para o desenvolvimento econômico, precisamos compreender a forma como essas variáveis interagem ao longo do tempo. Com esse intuito, realizamos um exercício empírico cujo objetivo é a caracterização da dinâmica entre os fluxos de capitais externos, a captação de poupança externa e o investimento.

Esse exercício compreende duas etapas. Inicialmente, procuramos qualificar a relação existente entre o comportamento da conta capital e do balanço em transações correntes, de maneira a caracterizar a forma com a qual interagem a disponibilidade de financiamento externo — dada pelo saldo da conta capital — e a efetiva captação de poupança externa. Em seguida, buscamos examinar a dinâmica existente entre a poupança externa e o investimento.

2.1 Conta Capital e Balanço em Transações Correntes

A captação de poupança externa pela economia brasileira desde 1994 e a estabilidade (e até mesmo o crescimento) do nível das re-

servas têm sido fenômenos compatíveis, em função do expressivo influxo líquido de capitais externos.

Nesse contexto, mesmo que a ocorrência de déficits em transações correntes esteja refletindo um aumento do investimento — o que poderá ter impacto positivo sobre a capacidade futura da economia de geração de divisas —, é fundamental que, no curto prazo, os capitais externos que vêm financiando o déficit em transações correntes tenham um comportamento estável.

É possível analisar, do ponto de vista teórico, a existência de uma relação entre o comportamento do balanço de pagamentos em transações correntes e da conta capital. Podemos apontar duas interpretações alternativas.

Segundo a primeira, o déficit em transações correntes reflete uma fase de transição, durante a qual uma determinada economia, impulsionada pela maior estabilidade macroeconômica, está incorrendo num excesso de investimento sobre a poupança interna, que por sua vez é coberto pela captação de poupança externa. As melhores perspectivas em relação ao crescimento econômico e à rentabilidade das atividades produtivas impulsionam a canalização de capitais estrangeiros para essa economia; a maior demanda pelos ativos domésticos dá origem à valorização cambial, mecanismo econômico pelo qual a transferência de poupança externa é efetivada. Segundo Dornbusch, Goldfajn e Valdés (1995), essa interpretação pode ser definida com o sendo uma *visão clássica*, e está na base da explicação de por que a valorização cambial não deve ser confundida com a *sobrevalorização cambial*.

Nesse contexto, os capitais externos respondem às maiores perspectivas de crescimento econômico futuro, as quais se refletem, no curto prazo, no déficit em transações correntes. Dessa forma, podemos supor a existência de uma relação de causalidade no sentido do balanço em transações cor-

rentes para a conta capital. Segundo esse referencial teórico, os capitais externos podem ser qualificados como *acomodativos* e seu comportamento deve ser considerado *endógeno* ao processo de crescimento econômico da economia receptora. É interessante notar que, de acordo com essa abordagem, fica descartada a possibilidade de se observar que a captação de poupança externa tem sido acompanhada primordialmente por capitais especulativos.

Alternativamente, o comportamento do balanço de pagamentos em transações correntes *responde* a uma disponibilidade maior de crédito externo, e os capitais estrangeiros são caracterizados pelo seu caráter *autônomo* em relação ao perfil e ao comportamento do dispêndio interno.⁵ Se a conta capital do balanço de pagamentos se resumisse aos investimentos diretos — os quais, na maioria, das vezes, têm impacto imediato positivo sobre o investimento doméstico —, então não haveria nenhuma distinção teórica relevante entre essas duas interpretações, pois o financiamento da captação de poupança externa estaria se materializando numa ampliação da capacidade produtiva do país, o que conferiria impulso ao crescimento econômico.⁶ Entretanto, deve-se estar atento para outros fatores que compõem a conta capital do balanço de pagamentos. Nesse sentido, pode-se inquirir, por exemplo, acerca da forma como os recursos captados por meio de empréstimos têm

⁵ A distinção entre capitais autônomos e acomodativos é sugerida por Fry, Claessens, Burridge e Blanchet (1995).

⁶ Deve-se fazer a ressalva de que a experiência brasileira recente tem sido caracterizada, em certa medida, pela captação de investimentos diretos associados ao processo de privatizações. Essa transferência de titularidade não implica, necessariamente, ampliação da capacidade produtiva, ao menos de forma imediata. Parece razoável supor, entretanto, que a médio prazo essas operações estejam associadas à implementação de novos projetos de investimento e à geração de novos postos de trabalho. Cumpre salientar que assumimos que o investimento direto externo é *complementar*, e não *substituto* do investimento doméstico.

sido utilizados: se para financiar aumento do consumo ou ampliação do investimento.

O que desejamos enfatizar é o fato de que, se os capitais externos apresentarem um comportamento autônomo, então o aumento do passivo externo — subjacente aos influxos de capitais externos — não traz *necessariamente* em seu cerne a garantia de que a trajetória paralela de captação de poupança externa reflita maior crescimento econômico futuro.

Fry, Claessens, Burrige e Blanchet (1995) sugerem uma metodologia para se investigar a existência de uma relação de causalidade entre a conta capital e a conta corrente do balanço de pagamentos. Baseando-se no conceito de causalidade no sentido de Granger, os autores propõem a estimação de um modelo de correção de erro, adotando a hipótese de que, *no longo prazo*, o saldo da conta capital (CK) deve ser igual ao saldo da conta corrente (TC , com o sinal invertido), de forma a refletir o equilíbrio do balanço de pagamentos. No curto prazo, uma *medida natural* para o desequilíbrio dessa relação consistiria na variação das reservas internacionais, que podem, portanto, ser utilizadas como o desvio em torno da relação de longo prazo. Caso exista uma relação de causalidade entre as duas variáveis, esse desvio será estatisticamente relevante para explicar mudanças contemporâneas em uma das variáveis.

Alternativamente, podemos realizar o teste de causalidade de Granger na sua forma tradicional, sem precisarmos fazer referência a qualquer relação de cointegração entre as variáveis. Esse teste envolveria a estimação das seguintes equações:

$$\begin{aligned} \lambda CK_t &= a + \sum_{i=1}^m \lambda CK_{t-i} + \sum_{j=1}^n \lambda TC_{t-j} + u_t \\ \lambda TC_t &= b + \sum_{i=1}^p \lambda TC_{t-i} - \sum_{j=1}^q \lambda CK_{t-j} + v_t \end{aligned} \quad (4)$$

Utilizando-se dados trimestrais do balanço de pagamentos brasileiro referentes ao período 1975.I a 1996.IV, a estimação da equação (1) resultou na escolha dos seguintes modelos de regressão:⁷

$$\lambda CK_t = 0,56(\lambda CK)_{t-1} + 0,40(\lambda CK)_{t-2} + 0,77(\lambda TC)_{t-1} \quad (5)$$

(-5,53) (-3,76) (-2,43)

$$\lambda TC_t = 0,13(\lambda TC)_{t-1} + 0,09\lambda CK_{t-1} \quad (6)$$

(-1,22) (2,77)

A existência de causalidade no sentido de Granger depende da significância estatística da estimativa dos parâmetros α e β . Observamos que, no caso da economia brasileira, existe a presença de causalidade de Granger tanto no sentido da conta corrente para a conta capital, quanto no sentido da conta capital para a conta corrente. Entretanto, nota-se que a magnitude com que mudanças defasadas no saldo em transações correntes explicam mudanças contemporâneas no saldo da conta capital é bem maior do que o impacto de mudanças no saldo da conta capital sobre o comportamento contemporâneo da conta corrente. Há, portanto, indícios de que boa parte do ajuste recai sobre a conta capital do balanço de pagamentos.

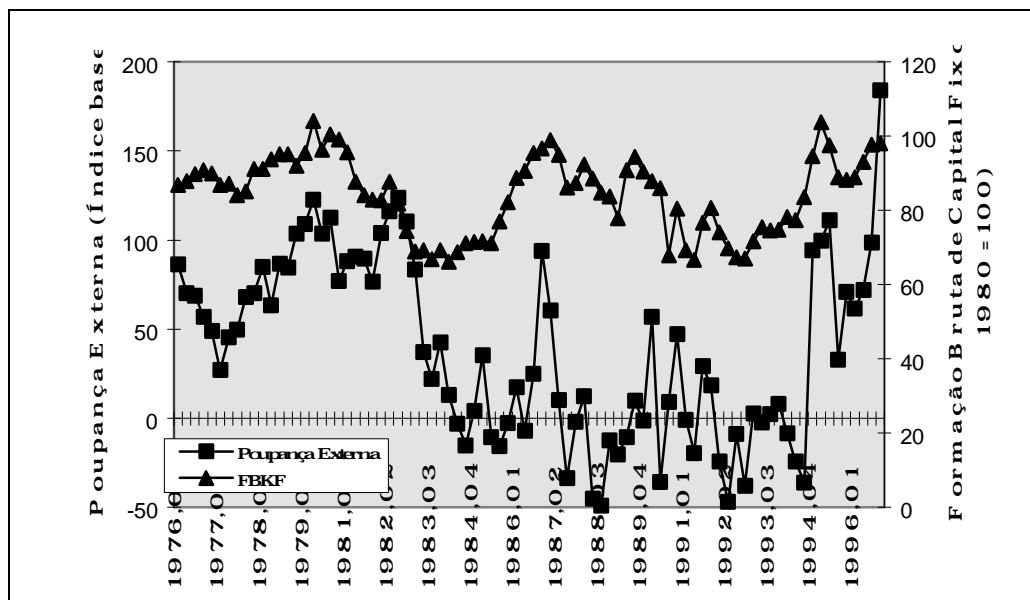
Esse resultado nos permite inferir que, no caso da economia brasileira, os fluxos de financiamento externo têm sido determinados pela necessidade de absorção de poupança externa. Entretanto, esse resultado deve ser interpretado como um indício favorável, *porém não suficiente*, para que afirmemos que a captação de poupança externa tem sido reflexo do trânsito para um patamar maior de crescimento econômico.

⁷ Os dados estão em US\$ milhões e foram deflacionados pelo IPC norte-americano. O modelo final foi escolhido com base no critério de Akaike.

Nesse sentido, esta análise precisa ser complementada pelo estudo da forma com a qual poupança externa e investimento interagem ao longo do tempo.

2.2 Poupança Externa e Investimento Conforme se discutiu anteriormente, pode não existir, *a priori*, uma correlação significativa entre a captação de poupança externa e o investimento. Isso acontece porque o crescimento do passivo externo líquido pode estar tendo como contrapartida um aumento do *consumo*, e não do investimento. Nesse contexto, a análise da funcionalidade da poupança externa para o desenvolvimento econômico deverá compreender a avaliação do grau em que a disponibilidade de financiamento externo afeta as decisões de investimento.

GRÁFICO 1
Captação de Poupança Externa e Formação Bruta de Capital Fixo



Fonte: Banco Central do Brasil e IPEA/Grupo de Acompanhamento Conjuntural — GAC, Boletim Conjuntural.*

* Os dados relativos à captação de poupança externa consistem nos dados do balanço de pagamentos em transações correntes com o sinal invertido, de forma a salien-

A investigação empírica dessa relação deve levar em consideração o fato de o déficit em transações correntes estar possivelmente refletindo decisões de investimento tomadas no passado de forma autônoma, e que se refletem, com alguma defasagem, num excesso de investimento sobre a poupança corrente. Por outro lado, o fato de a economia ter captado, no passado, um determinado montante de poupança externa pode significar que novos projetos de investimento começaram a ser implementados, o que pode implicar aumento posterior do investimento.⁹

Feitas essas qualificações, fica claro em que medida torna-se problemático definir, *a priori*, qual das duas variáveis pode ser definida com o exógena. Isso motivou a opção pela formulação de um modelo VAR irrestrito na forma reduzida,¹⁰ segundo o qual a formação bruta de capital fixo e a captação de poupança externa (PE) são estimadas simultaneamente, utilizando-se dados trimestrais referentes ao período 1976.I—1996.IV.

Uma etapa anterior à formulação do modelo consistiu no teste da ordem de integração das variáveis. Tanto a formação bruta de capital fixo quanto a poupança externa demonstraram ser in-

tar que um déficit em transações correntes corresponde a uma captação positiva de poupança externa. Os dados foram convertidos para dólares constantes de dezembro/1996 (utilizando-se o IPC norte-americano), e, em seguida, transformados para número-índice com base média de 1980 = 100.

⁹ Subjacente a esse argumento está a hipótese de que as decisões de investimento possuem um grau de irreversibilidade que é significativo, e que existem escalas mínimas de operação.

¹⁰ Um VAR (*vector autoregression*) na forma reduzida consiste numa transformação de um VAR estrutural (o *sistema primitivo*), a qual permite que, do lado direito da equação a ser estimada, existam apenas variáveis defasadas no tempo, o que viabiliza a estimação por mínimos quadrados ordinários. Tanto os dados da FBKF quanto da PE estão em números-índice com base média de 1980 = 100 (ver metodologia de cálculo na observação do gráfico 1). Como os dados da FBKF expressam um montante em termos *físicos*, não existe o problema das distorções ensejadas pela mudança do câmbio nominal.

tegradas de ordem 1, com base nos testes de Dickey-Fuller e Dickey-Fuller aumentado (ADF).¹¹ Nesse caso, o teste empírico da relação antes apontada deve contemplar a possibilidade da existência de uma relação de longo prazo estável entre as duas variáveis. Se a existência de uma relação de cointegração entre as variáveis pudesse ser comprovada, então o modelo a ser estimado poderia assumir a forma VECM (vetor de correção de erros), na qual testa-se o impacto de desvios passados em torno da relação de longo prazo sobre o comportamento contemporâneo das variáveis a serem modeladas.

Seguindo a metodologia de Johansen e Juselius (1989), o teste de cointegração baseou-se na estimação de um VAR com uma defasagem para FBKF e poupança externa.¹² Com base nos testes do traço e de maior autovalor, a hipótese de cointegração foi rejeitada. A existência de uma relação de cointegração entre a FBKF e a captação de poupança externa dificilmente poderia ser explicada em termos teóricos. Isso porque, como salienta Montiel (1994, p. 329), "... a poupança [interna] e o investimento devem cointegrar mesmo com perfeita mobilidade de capitais. A razão para isso é que a conta corrente proporciona os recursos com os quais o país paga seus credores externos. A [condição de] *solvência* impõe, portanto, a restrição de que desvios entre a poupança interna e o investimento

¹¹ A hipótese de existência de uma segunda raiz unitária foi rejeitada, com base no teste proposto por Dickey e Pantula. Ver Harris (1995, p. 37).

¹² Optou-se por esse modelo mais parcimonioso, com base no diagnóstico dos resíduos e nos testes F sobre a significância dos parâmetros. Tanto o modelo que serviu de base para o teste de cointegração, quanto o VAR em diferenças (que finalmente foi estimado), contaram, inicialmente, com a inclusão da taxa de câmbio real com o variável endógena e como variável exógena (restrita e irrestrita). Com a inclusão dessa variável não implicou, em nenhum dos casos, melhoria no diagnóstico dos resíduos, nem alterou a estimativa e significância dos parâmetros, optamos por excluí-la do modelo final.

não sejam permanentes”.¹³ Nesse contexto, o déficit em conta corrente (defasado no tempo) deve ser interpretado como o mecanismo econômico que promove o restabelecimento do equilíbrio entre poupança interna e investimento, fato que viabiliza sua própria eliminação no longo prazo. Na terminologia da econometria de séries de tempo, esse déficit é o termo de correção de erro que garante a existência de uma correlação significativa e estável, no longo prazo, entre poupança interna e investimento.

Com base nessas conclusões, e seguindo a proposta de Harris (1995, p. 79), o modelo final a ser estimado consiste num VAR em primeiras diferenças, no qual excluem-se os elementos de longo prazo:

$$\hat{\lambda} PE = 1,34 - 0,20 \hat{\lambda} PE_{t-1} - 0,55 \hat{\lambda} FBKF_{t-1} \quad (7)$$

$$\hat{\lambda} FBKF = 0,12 - 0,04 \hat{\lambda} PE_{t-1} - 0,09 \hat{\lambda} FBKF_{t-1}$$

Teste F para a variável irrestrita (a constante):

$$F(4, 156) = 3.5529 [0.0084]**$$

Teste F para os regressores, F(2, 78)

$$\hat{\lambda} PE_1 \quad 7.41946 \quad [0.0011] \quad ** \quad \hat{\lambda} FBKF_1 \quad 1.07339 \quad [0.3468]$$

Segundo essas estimativas e centrando-nos no impacto da captação de poupança externa sobre a formação bruta de capital fixo, temos que um aumento de 20% da absorção de poupança externa corresponde a uma elevação de 0,8% da $FBKF$. Por outro lado, um mesmo aumento de 20% do investimento poderá ser responsável, no curto prazo, por um aumento de cerca de 11% da captação de poupança externa. Essas estimativas podem ser interpretadas como uma evidência empírica de que, no caso da economia brasileira no período contemplado, o grau de autonomia das decisões de investimento em relação a mudanças passadas na captação de poupan-

¹³ Grifos nossos.

ça externa é bastante significativo; em outras palavras, o que esse modelo de curto prazo confirma é a hipótese, bastante plausível num contexto de significativa mobilidade de capitais, que pode não existir uma correlação perfeita entre poupança e investimento no curto prazo, sendo o desequilíbrio compensado pelo déficit em transações correntes.

As propriedades do modelo estrutural subjacente ao modelo VAR, na forma reduzida em que foi estimado, podem ser analisadas a partir de funções de resposta ao impulso. Com base nessas funções, simulamos o efeito que um choque *exógeno* em uma das variáveis exerce sobre a outra. Para isso, devemos lembrar que, ao estimarmos (7), são calculados e_{1t} e e_{2t} , os quais são composições dos resíduos \square_{FBKF_t} e \square_{PE_t} correspondentes ao VAR na forma estrutural. Assim, impor que um choque \square_{FBKF_t} possui um efeito contemporâneo sobre e_{1t} e e_{2t} , mas que \square_{PE_t} não afeta contemporaneamente e_{2t} significa que:

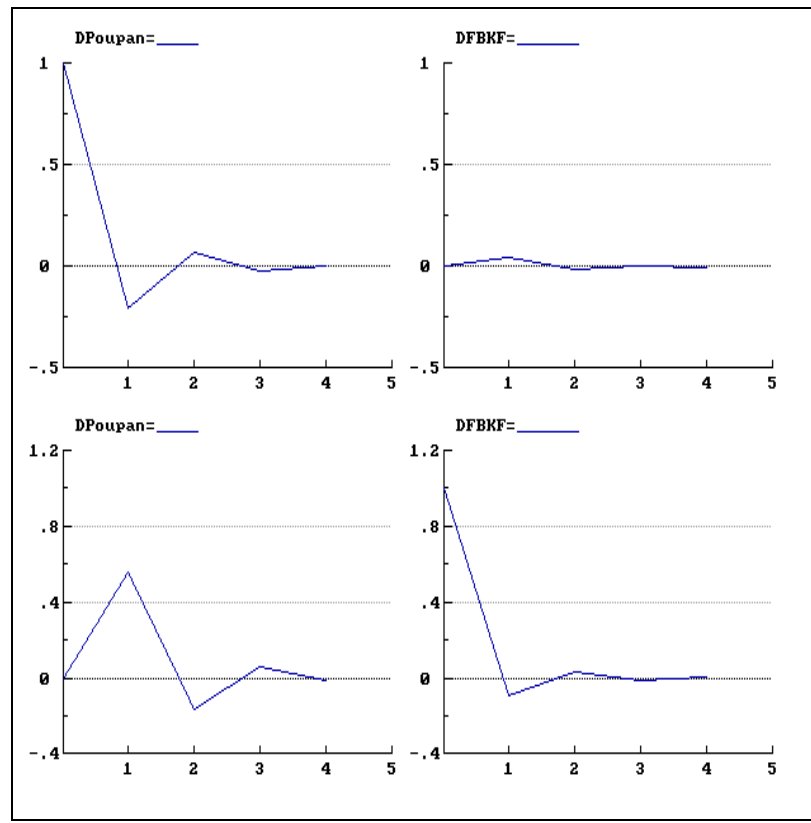
$$e_{1t} = \square_{\text{PE}_t} + \square_{\text{FBKF}_t} \quad (8)$$

$$e_{2t} = \square_{\text{FBKF}_t}$$

Essa decomposição dos resíduos — conhecida como decomposição de Choleski — dá origem às seguintes funções de resposta ao impulso, nas quais são representados os efeitos de: (a) um choque de 1 unidade em \square_{FBKF_t} sobre e_{1t} e e_{2t} (e, portanto, sobre a FBKF e a PE); e (b) um choque de 1 unidade em \square_{PE_t} sobre e_{1t} e e_{2t} (e, portanto, sobre a FBKF e a PE).¹⁴

GRÁFICO 1

¹⁴ Para isso, formulamos duas hipóteses alternativas de identificação: para (a), assumimos que apenas FBKF tem impacto contemporâneo sobre si própria e sobre a poupança externa (PE); para (b), assumimos que apenas a poupança externa tem impacto contemporâneo sobre si própria e sobre a poupança externa.



No gráfico superior à esquerda, está representado o efeito de um choque exógeno da captação de poupança externa sobre si mesma: com uma defasagem, esse choque implica redução da captação de poupança externa, o que pode ser explicado pelo tempo requerido para que novas demandas por importações se concretizem (note-se que, após dois períodos — nesse caso, após um semestre —, o efeito é revertido).

No gráfico superior à direita, temos o impacto de um choque exógeno da poupança externa sobre o investimento: observa-se que esse efeito existe, porém é pequeno. Isso deve ser interpretado com o uma evidência de que o investimento apresenta, em certa medida, um caráter autônomo em relação a variações passadas na captação de poupança externa.

No gráfico inferior à esquerda, temos o impacto de um choque exógeno do investimento sobre a captação de poupança externa: com uma defasa-

gem, temos uma significativa elevação da poupança externa. Esse resultado pode ser interpretado da seguinte forma: quando alguns projetos de investimento são colocados em andamento, e aumenta o nível de atividade de toda a economia, aumenta a demanda por matérias-primas e insumos importados em geral, o que se reflete num aumento do déficit em transações correntes, após um trimestre. Após um semestre, esse efeito é revertido, o que é explicado pelo *timing* necessário para a maturação dos projetos de investimento. Isso mostra que a poupança externa tem efetivamente respondido, de forma significativa e com uma pequena defasagem, aos aumentos exógenos do investimento na economia brasileira no período 1976 — 1996.¹⁵

Finalmente, no gráfico inferior à direita, temos o impacto de um choque exógeno do investimento sobre si próprio: nota-se que, com apenas um período de defasagem, esse efeito é negativo, o que pode ser interpretado como o resultado do efeito negativo do aumento da capacidade instalada sobre o investimento.

A conclusão de que a captação de poupança externa tem sido uma resposta aos aumentos do investimento pode ser questionada: será que é válida para períodos como a década de 80, na qual o desequilíbrio em conta corrente passou a ser reflexo, em essência, do aumento das despesas com o pagamento de juros da dívida externa? Em outras palavras, como podemos compatibilizar os argumentos até agora desenvolvidos, se considerado o fato de que, nos anos 80, a captação de poupança externa não constituiu um reflexo do maior crescimento econômico interno, mas uma de-

¹⁵ Vale lembrar que a autonomia do investimento é aqui definida em relação à poupança externa. Uma simulação que incluísse outras variáveis, como a poupança interna, poderia demonstrar a existência, mesmo no curto prazo, de forte correlação entre poupança interna e investimento.

corrência do aumento da renda líquida enviada para o exterior?

A crítica subjacente a esse questionamento provém da percepção de que, durante a década de 80, a captação de poupança externa foi necessária diante da queda da renda nacional, cujo impacto negativo sobre a poupança interna tornou-a insuficiente para o nível corrente de investimento. Nesse contexto, a captação de poupança externa não guardaria relação com *aumentos* do investimento.

Entretanto, cumpre lembrar que, nesse período, não apenas o investimento não aumentou, como também, na verdade, foi pouco expressiva a captação de poupança externa. Entre 1984 e 1993, a despeito do aumento da renda líquida enviada para o exterior (R), a captação de poupança externa foi, em vários anos, negativa, ou situou-se num patamar bastante inferior ao observado, em média, entre 1976 e 1982. Paralelamente, observou-se, no período de 1984—1993, um declínio acentuado do investimento. Dessa forma, o que se observou nesse período foi uma modesta captação de poupança externa, acompanhada pelo investimento em declínio. É por isso que, *tomando-se todo o período 1976—1996*, pudemos verificar empiricamente que momentos de captação mais expressiva de poupança externa estão ligados a um impulso no investimento.¹⁶

Em síntese, as duas etapas desta análise empírica nos permitem concluir que, desde 1976, os fluxos de capitais externos têm sido reflexo da necessidade de absorção de poupança externa, a

¹⁶ Caso o investimento tivesse crescido na década de 80, *pari passu* com o aumento da renda líquida enviada para o exterior, então poderíamos estar correndo o risco de encontrar uma correlação positiva entre investimento e poupança externa, quando esta na verdade estava sofrendo influências da tendência observada na renda enviada para o exterior. Como essa não foi a situação que caracterizou esses anos, acreditamos que a mudança no comportamento do balanço de pagamentos em transações correntes nesse período apenas corrobora as conclusões do exercício empírico realizado.

qual, por sua vez, pode ser explicada por *aumentos do investimento doméstico*. Se essa característica é mantida ao longo do tempo, então a captação de poupança externa será um processo temporário, pois, ao ser efetivamente funcional ao desenvolvimento, traz em seu cerne o estímulo econômico para que, no longo prazo, o crescimento econômico do país receptor torne-se cada vez mais independente de capitais externos.

Duas ressalvas precisam ser feitas a essa conclusão. Em primeiro lugar, ao mesmo tempo em que aumenta o investimento, tem que estar sendo assegurada, por meio de medidas de política econômica, a rentabilidade do setor exportador, vis-à-vis a rentabilidade da produção voltada para o mercado interno. Em segundo lugar, a generalização desse resultado, para o período pós-Real, deve ser feita com cautela, dado que alguns novos parâmetros devem ser levados em consideração. Em particular, devemos estar atentos para o fato de a atual fase de captação de poupança externa dar-se num contexto de maior abertura comercial, a qual pode estimular o consumo, em detrimento da poupança interna.

Qualquer opção analítica encontrará como o obstáculo, para a acurácia de suas conclusões, o caráter recente das transformações pelas quais vem passando a economia brasileira. Dadas essas limitações, nosso objetivo foi traçar parâmetros para a reflexão dos pré-requisitos que devem ser respeitados para que o vínculo entre poupança externa e desenvolvimento realmente exista.

Não pode ser esquecido o fato de que, enquanto o processo de captação de poupança externa permanece, é necessário existir uma contrapartida por parte do financiamento externo, para assegurar uma razoável estabilidade para as reservas em divisas do país. No próximo capítulo, analisaremos os condicionantes da atual fase de canalização de recursos externos para a economia brasileira, com o intuito de traçar as perspectivas de continuidade do panorama atual.

3 OS DETERMINANTES DOS FLUXOS DE CAPITAIS EXTERNOS PARA AS ECONOMIAS EMERGENTES

O debate em torno da identificação dos determinantes do retorno dos capitais externos para as economias em desenvolvimento enfatiza o grau de importância que deve ser atribuído aos fatores internos (consolidação da estabilização econômica e avanço das reformas estruturais) e, em contraposição, a relevância dos fatores externos, com ênfase no comportamento da política monetária norte-americana. Essa relevância torna-se clara quando se deseja inquirir sobre a sustentabilidade desses fluxos a médio e longo prazos, e sobre sua adequada gestão interna.

Esse tipo de análise possui como limitação o fato de tratar os fluxos de capitais externos com o uma categoria *homogênea*, pois, se alternativamente subdividimos tais fluxos em investimentos estrangeiros diretos, empréstimos em moeda e investimentos de portfólio,¹⁷ parece razoável supor que o comportamento de cada uma dessas categorias deve estar associado a um conjunto diferenciado de condicionantes externos e internos, cujo peso relativo também deve ser ponderado caso a caso.

Essa proposta de segmentação da análise dos condicionantes dos fluxos internacionais de capitais impõe a necessidade de uma definição clara das formas que tais fluxos podem assumir.

Nesse sentido, quando tratarmos de *empréstimos em moeda*, examinaremos mais detalhadamente os recursos captados pela emissão de *securities*¹⁸ no mercado internacional. Com isso, desejamos dar ênfase aos instrumentos de captação desenvolvidos a partir de transformações recentes no mercado financeiro internacional. Como veremos adiante, os recursos captados via emissão de bônus no

¹⁷ Essa subdivisão é a utilizada nas estatísticas produzidas pelo Banco Central do Brasil.

¹⁸ *Securities* são títulos de renda fixa ou variável negociáveis no mercado secundário.

mercado internacional têm representado, no caso brasileiro, cerca de 70% dos empréstimos em moeda.

Quando analisamos os fluxos de *investimento de portfólio*, tratamos dos capitais estrangeiros que são aplicados no mercado financeiro doméstico (mediante a aquisição de títulos emitidos por residentes), e dos capitais aplicados em *depository receipts* — certificados representativos de ações de empresas nacionais negociadas em bolsas no exterior.

Naturalmente, do ponto de vista do investidor externo, tanto a aquisição de *securities* no mercado internacional quanto sua aquisição no próprio país de origem do emissor constituem aplicações de portfólio, e diferem apenas em termos do risco e do retorno associado a cada modalidade. A separação metodológica antes proposta tem com o objetivo ressaltar a diferença entre os condicionantes dos capitais que são *captados no exterior* e dos capitais estrangeiros que são *investidos no mercado financeiro doméstico*.

Por último, os investimentos diretos referem-se aos capitais externos internalizados com o objetivo de estabelecer o controle sobre uma unidade produtiva/financeira doméstica, o qual pode ser entendido como um elevado grau de influência sobre os aspectos gerenciais e de remuneração do investimento [UNCTAD (1995)].

A seguir, procuramos discutir os condicionantes do acesso ao financiamento externo, tomando com o base essas três categorias de fluxos.

3.1 Empréstimos em Moeda Em 1982, a crise da dívida produziu a interrupção dos fluxos financeiros em direção aos países em desenvolvimento e contribuiu, entre outros fatores, para uma transformação qualitativa dos ativos bancários.¹⁹ Assim, transitou-se de um contexto em que

¹⁹ O Acordo da Basileia instituiu que as operações ativas dos bancos, ponderadas pelo seu grau de risco, fossem o parâmetro para a avaliação da sua *saúde* financeira. Anteriormente, os critérios de avaliação centravam-se na sua estrutura passiva. A validade dessas regras vem sendo

os bancos captavam depósitos e emprestavam recursos para um mercado em que instituições financeiras e não-financeiras emitem e negociam títulos.

A década de 90 marcou o restabelecimento do acesso desses países a capitais externos, e a colocação de *securities* no mercado internacional constituiu-se em um dos principais instrumentos de captação. O impulso à securitização deu-se concomitantemente à perda de importância da intermediação bancária dos fluxos financeiros, e, nesse sentido, pode-se afirmar que o retorno das captações líquidas de recursos dá-se num contexto de mudança do padrão de financiamento externo dessas economias.

A experiência brasileira confirma tais tendências. A tabela 1 mostra que, entre 1992 e 1996, os fluxos anuais de empréstimos em moeda triplicaram. Cumpre ressaltar a tendência desses empréstimos a serem superiores ao saldo do balanço de pagamentos em transações correntes, em termos anuais. Assim, são mais do que suficientes para o financiamento da absorção de poupança externa. Merecem especial destaque as captações via lançamento de *bônus e notes* no mercado financeiro internacional, que, em 1996, alcançaram US \$ 16,3 bilhões, ou 67,2% do total.

questionada, na medida em que boa parte das novas atividades do sistema bancário são *off-balance sheet*, isto é, não são contabilizadas no balanço patrimonial.

A diversificação das *securities* contribui para a consolidação dessa nova modalidade de financiamento, e é funcional ao estabelecimento de condições mais favoráveis de endividamento, em termos de prazos e *spreads*. Essa diversificação pode ser compreendida com o crescente flexibilidade, em termos da moeda de denominação, dos prazos de captação, do delineamento de um sistema de garantias e da associação dos títulos com derivativos.

Do ponto de vista do tomador de recursos, a existência de múltiplos formatos, mediante os quais os bônus podem ser emitidos, significa a ampliação da possibilidade de captação de recursos a um custo mais baixo. Paralelamente, essas inovações ampliam o mercado secundário para esses títulos, tornando-os mais atraentes aos investidores, os quais aceitam retornos menores em troca de maior liquidez. Nesse sentido, a assimilação dessas mudanças deve ser interpretada como um elemento fundamental na tentativa de superação das restrições impostas pelos investidores internacionais à aquisição de títulos emitidos por agentes sediados em países em desenvolvimento.

Essas inovações podem ser sintetizadas segundo três vertentes básicas. A primeira vertente diz respeito à flexibilidade em termos de prazos, juros e moedas de denominação: os prazos de captação acessíveis aos agentes sediados em países em desenvolvimento ainda são reduzidos. Uma das formas encontradas por empresas sediadas nesses países (para terem acesso a captações de médio e longo prazos) consiste na inclusão de opções de venda (*put options*) que permitem o resgate antecipado pelo investidor, em prazos pré-determinados e inferiores ao prazo de vencimento do bônus. Por exemplo, um bônus cujo prazo de maturação seja de oito anos pode incorporar opções de venda anuais, a partir do terceiro ano.

A diversidade das moedas de denominação é uma das características do mercado de eurobônus, e pode estar ou não associada ao lançamento do bônus em vários mercados, simultaneamente. Tal flexibilidade está relacionada à combinação das emissões de bônus com a utilização de instrumentos derivativos, os quais permitem maior adequação entre as operações ativas e passivas do emissor.

Por exemplo, uma firma que deseje um empréstimo em dólares por dez anos, a uma taxa de juros fixa, pode ter, como alternativa mais acessível, a emissão de um bônus de dez anos, a taxas de juros flutuantes, *denominado* em marcos alemães. O passo seguinte consistiria em combinar essa emissão com a troca de marcos por dólares no mercado *spot* e a contratação de um *swap* de câmbio. Por meio dessa operação, o emissor do bônus ofertaria um fluxo de dólares em troca de um fluxo de marcos, com os quais honraria suas obrigações em marcos. A operação é completada com um *swap* de juros, que transforma obrigações a taxas de juros flutuantes por obrigações a taxas de juros fixas.²⁰

A segunda fonte de inovações consiste no impulso à securitização de recebíveis e no aperfeiçoamento do sistema de garantias. A securitização de recebíveis — *asset-backed securities* — tem sido uma das alternativas disponíveis a tomadores de empréstimos aos quais é associado um risco de crédito mais elevado. A operação consiste na emissão de bônus lastreados por ativos líquidos da empresa, em geral fluxos de receita futuros.

A eliminação dos riscos pode envolver o estabelecimento de garantias em relação às receitas futuras. No caso da securitização de receitas de exportação, podem ser criadas cláusulas mediante as quais bancos estrangeiros ou parceiros comerciais atuem como *export buyers of last resort*. A alternativa em

²⁰ Em 1994, cerca de 60% das emissões de bônus estiveram vinculadas a operações de *swap*. Em 1995, esta participação foi ligeiramente menor.

te, pode-se contar com garantias explícitas oferecidas por governos estrangeiros ou agências oficiais, em relação ao pagamento das obrigações.²¹

Finalmente, temos o desenvolvimento de instrumentos híbridos de captação financeira. As condições sob as quais podem ser captados recursos internacionais via bônus estão diretamente relacionadas à rentabilidade de outros ativos financeiros. Esse vínculo acentua-se na medida em que se torna mais expressiva a mobilidade de capitais no plano internacional, e é favorecido pela crescente liquidez dos instrumentos financeiros, que torna rápida a resposta dos fluxos de capitais em direção aos mercados que propiciem maior rentabilidade.

Nesse sentido, flutuações no mercado acionário e alterações das taxas de juros dos títulos públicos dos países centrais têm impacto imediato sobre os *spreads* cobrados para os investimentos em bônus. A percepção desse vínculo suscitou o desenvolvimento de *securities* conversíveis em outros ativos financeiros, o que aqui denominamos instrumentos híbridos.

Existem, basicamente, dois tipos de bônus conversíveis: o *bônus conversível em ações* do emissor, em tempo e forma pré-determinados, e o *bônus com warrants*, que combina um rendimento fixo com a conversibilidade parcial ou total do título em algum ativo (ações, *commodities*, índices de bolsa de valores). Nesse caso, a parte conversível pode ser negociada separadamente.

Das três modalidades de fluxos de capitais que são analisadas neste trabalho, esta é a categoria que, por excelência, implica endividamento externo do país. A trajetória da economia brasileira

²¹ Recentemente, a companhia petrolífera estatal venezuelana *Petroleos de Venezuela* captou US \$ 145 milhões por nove anos, a um custo de 40 pontos básicos sobre letras do Tesouro norte-americano, tendo o Eximbank garantido o pagamento integral dos juros e do principal, eliminando o risco de crédito e soberano.

nas últimas décadas é profícua ao demonstrar como esse processo é impulsionado em períodos de elevada liquidez internacional, e muitas vezes conta com o estímulo dos formuladores de política econômica, cujo objetivo consiste no fortalecimento da posição das reservas internacionais do país.

O risco associado à captação de empréstimos externos deve ser avaliado tomando-se em consideração a forma com a qual tais recursos são utilizados, pois esta está diretamente ligada à capacidade de geração de divisas. No caso atual da economia brasileira, existem poucas estatísticas sobre como esses recursos têm sido utilizados; entretanto, pode-se afirmar que uma das evidências mais claras é a de que vem ocorrendo um processo subjacente de arbitragem de juros, segundo o qual os agentes internos *trocaram* dívidas em reais por dívidas em moeda estrangeira. Se esse aspecto for o mais relevante, a capacidade de geração de divisas somente será favorecida caso os menores custos financeiros se traduzam em maiores investimentos produtivos.

3.2 Investimentos de Portfólio A tendência mundial à maior conversibilidade da conta capital do balanço de pagamentos — que se traduz numa acentuada mobilidade de capitais em plano internacional — é um dos fatores que têm impulsionado a maior participação de ativos externos nas carteiras dos investidores.

A intensificação dos fluxos de investimento de portfólio para os países em desenvolvimento reflete essa tendência. Entretanto, o comportamento volátil desses capitais põe em evidência os riscos associados à participação de estrangeiros no mercado financeiro doméstico.

No caso da economia brasileira, após atingir o ápice de sua participação relativa em 1994, representada por 58% das entradas de capitais externos, seu peso nos influxos de capitais tem de-

crescido (32,4 %, em 1996). Vale ressaltar, contudo, que, em 1996, as captações líquidas praticamente retornaram ao patamar máximo anteriormente alcançado em 1993, o que evidencia a transitoriedade dos efeitos da crise mexicana.

TABELA 2
Fluxos Agregados de Investimento de Portfólio

(Em US\$ milhões)

Período	Inv. Portfólio — Total *			Inv. Portfólio** /	Inv. Portfólio*** /	Inv. Portfólio /
	Ingresso	Retorno	Saldo	Influxos de Capitais (%)	Saldo em TC (%)	Reservas (%)
1^o trim. / 1992	952	198	754	22,4	60,1	-
2 ^o trim.	1 247	632	615	23,2	25,2	-
3 ^o trim.	702	543	159	22,9	34,3	-
4 ^o trim.	963	787	176	18,6	8,9	-
1992	3 864	2 160	1 704	21,6	27,7	-
1^o trim. / 1993	1 394	758	636	27,0	432,1	13,9
2 ^o trim.	2 532	1 695	837	39,4	712,3	22,2
3 ^o trim.	4 399	2 970	1 429	51,5	1 179,0	31,3
4 ^o trim.	6 726	2 957	3 769	53,6	855,0	37,0
1993	15 051	8 380	6 671	46,1	1 127,4	27,0
1^o trim. / 1994	6 182	3 332	2 850	59,4	623,1	43,3
2 ^o trim.	5 802	2 842	2 960	53,4	221,0	34,7
3 ^o trim.	6 111	5 743	368	64,9	18,5	48,7
4 ^o trim.	6 878	5 646	1 232	55,5	23,5	54,2
1994	24 973	17 563	7 410	58,0	510,7	45,4
1^o trim. / 1995	3 829	7 446	-3 617	51,7	(65,3)	45,5
2 ^o trim.	5 551	4 192	1 359	43,3	21,6	52,6
3 ^o trim.	8 691	3 972	4 719	49,0	251,8	44,6
4 ^o trim.	6 654	4 843	1 811	41,8	44,9	38,0
1995	24 725	20 453	4 272	45,9	24,1	44,3
1^o trim. / 1996	6 726	4 694	2 032	44,1	57,2	37,8
2 ^o trim.	5 582	4 577	1 005	26,7	24,0	37,4
3 ^o trim.	5 889	4 629	1 260	37,1	21,8	40,9
4 ^o trim.	7 375	5 384	1 991	27,3	18,6	44,4
1996	25 572	19 284	6 288	32,4	26,0	40,2

F onte: B anco Central do B rasil. E laboração: CGFP / IPEA.

N ota: *C ompreende A nexos I — V, F undo de R enda F ix a, F undo de P rivatização, F undo de E mpresas E mergentes e F undo de I nvestim e n t o I m o b i l i á r i o.

**D ados relativos aos ingressos de investimentos de portfólio.

***D ados relativos às captações líquidas de investimentos de portfólio.

O bs: D ados em negrito na relação Invest. P ort. / S aldo em TC indicam a ocorrência de déficits em transações correntes. O dado relativo ao 1^o trim / 95 foi colocado entre parênteses, porque nesse período ocorreu uma saída líquida de investimentos de portfólio. A relação Inv. P ort. / R eservas foi calculada com base nas médias trimestrais e anuais do estoque de ativos de investidores institucionais (anexo IV) e das reservas no conceito de caixa.

N este trabalho, adotamos a metodologia do B anco Central do B rasil, segundo a qual são classificados com o *investimentos de portfólio*: i) os capitais externos aplicados em *depository receipts*, que constituem certifi-

cados representativos de ações de empresas nacionais, transacionados no mercado financeiro internacional; e ii) os capitais externos aplicados em *securities* emitidas por residentes e transacionados no mercado financeiro doméstico.

A seguir, analisamos essas duas categorias de investimento, colocando em evidência suas características básicas, bem como os seus condicionantes. Tais elementos nos permitem tecer comentários acerca dos riscos inerentes aos fluxos de investimento de portfólio para o país receptor.

3.2.1 A Internacionalização dos Mercados Acionários

Os instrumentos de renda variável que vêm-se destacando no mercado internacional são os *depository receipts*, que consistem em certificados representativos de ações da empresa emissora (negociáveis em bolsas de valores no exterior), que podem ou não estar associados a uma emissão primária de ações. Quando esses certificados são emitidos nos Estados Unidos, denominam-se *american depository receipts* (ADR); caso sejam emitidos no mercado europeu, são chamados *global depository receipts* (GDR).²²

A cotação e a transação desses ADR são realizadas em dólares, e é também nessa moeda que são pagos os dividendos. Isso faz com que essas *securities* sejam vistas pelos investidores internacionais como uma forma eficiente de diversificação do portfólio, ao mesmo tempo em que se elimina o risco cambial.

No Brasil, as captações por meio da emissão de *depository receipts* são regulamentadas pelo anexo V da Resolução nº 1289 do CMN, em 1987. Entre janeiro e outubro de 1996 foram captados US\$ 345,5 milhões²³ — valor ainda pequeno em relação ao total

²² Em 1990, o valor do estoque de ADR era de US\$ 74,8 bilhões; em 1995, já tinha atingido US\$ 280 bilhões. As ações dos mercados emergentes totalizavam 78% desses negócios (Fonte: Jornal do Brasil, 30/9/96).

²³ Fonte: Gazeta Mercantil, de 1º/11/96.

dos investimentos de portfólio captados pelo país. Pode-se afirmar, entretanto, que há uma forte tendência ao crescimento desse tipo de operação, à medida que as empresas brasileiras se adaptam às regras de apresentação de balanços patrimoniais exigidas pelos órgãos regulatórios externos.

A emissão de *depository receipts* envolve uma instituição custodiante das ações e uma instituição sediada no exterior (o banco depositário), que emite os DR no exterior com base nos valores mobiliários custodiados no país de origem da empresa emissora. Segundo a legislação brasileira, "...o investidor estrangeiro, além de poder comprar seu DR diretamente no exterior, tem a possibilidade de adquirir no Brasil, através do anexo IV, ações da empresa que possui um programa de DR, entregar estas ações à instituição custodiante e obter novos DR que são emitidos pela instituição depositária. O investidor também tem o direito de converter o seu DR por ações no mercado brasileiro. Para isto, o DR deve ser entregue à instituição depositária no exterior, sendo obtido, da instituição custodiante no Brasil, a quantidade correspondente de ações. O investidor pode então vender suas ações no Brasil, onde existe maior liquidez para o papel, e repatriar seu investimento" [Puga (1995, p. 16)].²⁴

A possibilidade do investidor externo de negociar suas ações no mercado interno confere aos DR maior aceitabilidade no exterior. Esse fato explicita o vínculo entre a abertura financeira da economia e a liquidez desse tipo de ativo financeiro, a qual reforça sua atratividade nos mercados internacionais.

Cumpre ressaltar, entretanto, que os mercados acionários de países como o Brasil ainda são considerados pouco desenvolvidos pelos investidores externos, o que suscita sua desconfiança com relação à estabilidade das cotações. Nesse sentido,

²⁴ Essas duas operações são conhecidas tecnicamente com o *inflow* e *flow-back*, respectivamente.

uma forma indireta de impulsionar a emissão de DR seria por meio do estímulo ao crescimento do mercado acionário interno. Cumpre ressaltar, contudo, que o aumento da participação de recursos externos nas bolsas de valores tem acarretado, em vários mercados emergentes, um aumento da volatilidade das cotações.

3.2.2 A Participação de Capital Exter- Os títulos emitidos e tran-
no no Mercado sacionados nos mercados
Financeiro Doméstico emergentes tornaram-se
atraentes aos investidores
externos, devido ao declínio das taxas de juros vi-
gentes nos principais países desenvolvidos. A ca-
nalização de recursos em direção a esses merca-
dos responde ao significativo diferencial de juros
— ajustado pelas expectativas de desvalorização
cambial —, que vem sendo sustentado, em países
como o Brasil, por meio de operações de esterili-
zação do impacto da compra de divisas sobre a
base monetária.

A crescente participação de recursos externos nos mercados de capitais domésticos é também um fenômeno relacionado à maior abertura financeira de inúmeros países, desenvolvidos ou em vias de desenvolvimento, e isso vem sancionando a integração dos mercados financeiros em plano mundial.

Em consonância com essas tendências, substanciais avanços têm sido observados, desde finais dos anos 80, no sentido da ampliação do grau de conversibilidade da conta capital do balanço de pagamentos brasileiro.

Uma das mais significativas expressões dessa maior abertura financeira da economia consiste na liberalização da participação de estrangeiros no mercado financeiro doméstico. No Brasil, a partir de 1987, foram sendo oficializados canais para que estrangeiros pudessem manter carteiras de investimento no país, ou adquirir ações ou co-

tas de sociedades e fundos de investimento de capital estrangeiro.

A mudança operou-se não apenas no sentido da taxaço imposta aos capitais repatriados, mas também pela diminui o ou elimina o dos prazos de carência para o retorno dos capitais externos. Os investimentos estão sujeitos ao estabelecimento de cotas mínimas de aplica o em determinados ativos — como o títulos públicos —, e o esquema de taxaço   manejado de forma a desestimular influxos excessivos. A tabela 3 ilustra a evolu o dos influxos de investimento de portfólio para o Brasil.

A liberalização desta categoria de operações financeiras entre residentes e não-residentes, a qual pressupõe maior liberdade de acesso ao mercado de câmbio, é expressão do maior grau de conversibilidade da moeda nacional, cuja contraparte é a acentuada mobilidade de capitais para dentro e fora do país.

Os riscos intrínsecos à liberalização da participação de investidores estrangeiros no mercado financeiro doméstico devem ser compreendidos à luz do acesso que residentes e estrangeiros possuem em relação ao mercado de câmbio, e da liquidez dos ativos que transacionam.

No caso específico das aplicações de recursos externos no mercado financeiro doméstico, quanto mais rápida for a conversão do ativo financeiro em moeda nacional, e da moeda nacional em moeda estrangeira, mais atrativos serão os títulos domésticos para um dado diferencial entre juros internos e externos. Assim, quanto mais líquidos forem os ativos nos quais estão aplicados os recursos externos, e quanto maior for o acesso ao mercado de divisas, mais rapidamente os capitais externos podem ser convertidos em moeda estrangeira (e serem retirados do país).

A questão da liquidez dos ativos para os quais se dirigem os capitais externos está em certa medida associada ao seu prazo de maturação, e é utilizada como o indicador da potencial volatilidade dos fluxos desses capitais. Como o prazo de maturação dos ativos para os quais se dirigem os investimentos de portfólio é reduzido, um possível indicador do risco associado às entradas desses capitais seria a relação entre o estoque de ativos de investidores estrangeiros²⁵ e o estoque de reservas. Como mostra a tabela 2, essa relação cresceu de 27% para 40,2%, entre 1993 e 1996.

²⁵ Como não estão disponíveis dados sobre o estoque total de investimentos de portfólio de capitais estrangeiros, foi utilizado como *proxy* o estoque de investimentos via anexo IV.

De fato, nos três meses que se seguiram à crise mexicana, os fluxos líquidos de investimentos de portfólio no Brasil foram negativos em mais de US\$ 3,6 bilhões (ver tabela 3). Contudo, esse valor, comparado ao total de US\$ 10 bilhões de reservas perdidas no mesmo período, é relativamente pequeno. Dessa forma, o aumento da demanda por divisas, ensejado pela desconfiança dos agentes econômicos em torno da sustentabilidade de determinada taxa de câmbio, configurou um processo de especulação contra a moeda nacional, movido, em grande medida, por capitais domésticos.

Outro ponto relevante para que se qualifique a importância dos investimentos de portfólio consiste na diminuição da diferença entre capitais de curto e de longo prazo, em termos de sua liquidez, conforme discute um estudo recente do Banco Mundial:²⁶ “Avanços tecnológicos, o crescimento do mercado, a evolução de sofisticados instrumentos financeiros (...) têm levado a maior parte dos investidores a adotar estratégias segundo as quais todos os instrumentos e mercados são continuamente analisados tendo em vista oportunidades de lucro no curto prazo. Podem existir instrumentos de longa maturação, mas poucos são comprados para serem mantidos em carteira por muito tempo”.

Com isso, não queremos minimizar os riscos intrínsecos ao endividamento via capitais aplicados em instrumentos financeiros de curto prazo, pois estes têm de ser refinanciados com maior frequência, o que abre maiores possibilidades de reversão dos fluxos. Entretanto, atualmente, a diferença entre capitais de curto e de longo prazo está muito menos relacionada ao prazo de maturação dos ativos transacionados do que à disposição dos investidores externos de manter — e aumentar — suas aplicações num determinado país. Dessa forma, a imposição de controles de capital à entrada de recursos que se dirigem a ativos de

²⁶ World Bank (1996b, p. 90). Grifo nosso.

curto prazo não deve ser encarada como um substituto para políticas que sinalizem para os investidores externos um ambiente macroeconômico estável.

Uma outra questão que deve ser analisada diz respeito à *eficácia dos controles à entrada de investimentos de portfólio*. Tanto a experiência brasileira quanto a de outros países centra-se na imposição de taxas — sobretudo sobre aplicações em títulos de renda fixa — que desestimulam essa categoria de investimentos, ao reduzir significativamente o diferencial de juros. O pagamento do imposto dá-se no momento da conversão da moeda nacional para a moeda estrangeira, ou seja, no momento em que os capitais são retirados do país (e não em sua entrada).

A eficácia de tais controles tem sido obstada pela própria globalização do mercado cambial, a qual permite que a operação de conversão de divisas seja realizada fora do país. Este é o caso da transferência internacional de reais, citado por Garcia e Barcinski (1996): nessa operação, realizada entre dois agentes não-residentes no Brasil, um indivíduo transfere reais para a conta do outro, contra um pagamento em divisas no exterior.

Entretanto, a taxação pode ser evitada mesmo que alguma etapa da transação cambial seja realizada internamente. Por exemplo, existe uma operação chamada *Blue Chip Swap*, a qual "...envolve um ativo no exterior (digamos, um *IDU bond*) que o investidor estrangeiro transfere para a filial do banco brasileiro no exterior, contra um crédito de R \$ na CC-5 do investidor no Brasil. Ao se evitar a conversão formal das divisas em R \$ (...) evita-se o IOF. Para retirar os recursos do país quando do resgate da operação, o investidor tem livre acesso ao mercado flutuante de câmbio através da CC-5."²⁷ [Garcia e Barcinski (1996, apêndice)]. Esse exemplo explicita o fato, já mencionado anteriormente, de que o efetivo grau de liberdade

²⁷ Grifo nosso. A CC-5 (Carta-Circular nº 5, de 27/2/69) é um dispositivo que regulamenta as contas correntes de não-residentes na rede bancária.

que se permite ao investimento de estrangeiros e a correlata atratividade dos ativos domésticos são fatores que dependem, em grande medida, da liberalização do mercado de câmbio doméstico.

Se o risco associado às entradas de investimento de portfólio deve ser ponderado, por outro lado deve-se ressaltar que esses capitais não devem ser identificados como fonte alternativa de financiamento do desenvolvimento. Isso não advém apenas do comportamento instável desses fluxos de capitais, mas também porque esses recursos em geral não implicam maiores investimentos no país. Em outras palavras, observa-se que, tanto pelas limitações do sistema financeiro quanto pela sua própria essência, esses fluxos não são facilmente reciclados para atender a demandas de recursos das atividades produtivas.

3.3 Investimento Estrangeiro Direto A década de 90 tem sido marcada por uma crescente participação dos países em desenvolvimento na captação de investimentos estrangeiros diretos (IED), que evoluíram de uma média anual de US\$ 35,5 bilhões, entre 1990 e 1993, para US\$ 90,3 bilhões, em 1995. O principal foco de canalização desses investimentos tem sido os países asiáticos; estima-se que, em 1995, esses países receberam US\$ 55,3 bilhões de IED, tendo os países latino-americanos constituído a segunda maior região receptora (US\$ 17,8 bilhões).²⁸

A seguir, procuramos apontar os atuais condicionantes dos fluxos internacionais de investimentos diretos, com ênfase nos aspectos intrínsecos às economias receptoras que reforçam sua capacidade de atração dessa modalidade de investimento.

Esta análise apresenta importância estratégica no estudo das perspectivas de participação da poupança externa na retomada do crescimento econômico brasileiro, em função do horizonte de longo prazo dos investimentos estrangeiros dire-

²⁸ Dados do Banco Mundial.

tos e de seu impacto positivo: i) sobre a capacidade produtiva; (ii) sobre a capacitação tecnológica; iii) sobre a competitividade externa da economia; e iv) sobre a capacidade da economia receptora de gerar trajetórias sustentáveis de endividamento externo.

3.3.1 A Dinâmica Contemporânea do IED O tratamento teórico da decisão de investir no exterior evoluiu no sentido de colocar em evidência a importância da conjugação de três fatores: as vantagens competitivas da firma ao explorar determinados mercados; a existência de imperfeições de mercado, como as barreiras comerciais; e as vantagens locacionais das regiões receptoras.²⁹

Os dois primeiros fatores são complementares, e possuíam bastante suporte empírico num contexto em que o comércio internacional era dificultado por práticas generalizadas de proteção do mercado interno por meio de barreiras tarifárias. A existência de tais *imperfeições* de mercado condicionava a expansão dos mercados da firma ao estabelecimento de unidades produtivas no exterior — opção que *substituí*a potenciais fluxos de comércio.

Se, por um lado, a análise desses fatores ressaltava a importância do crescimento do mercado doméstico enquanto catalisador do investimento estrangeiro direto, por outro lado, o terceiro fator — as vantagens locacionais das regiões receptoras — contribuiu para fundamentar teoricamente o vínculo entre a decisão de investir externamente e a busca de regiões adequadas para a produção voltada para a exportação.

Também nesse caso podem ser observadas numerosas evidências empíricas. Um bom exemplo é a expansão das plantas produtivas japonesas para alguns países asiáticos. Nos setores intensi-

²⁹ Essa abordagem ficou conhecida na literatura com o *Síntese de Dunning*.

vos em capital e tecnologia, a valorização do iene frente ao dólar não era suficiente para erodir a competitividade das exportações japonesas; o mesmo não acontecia com os setores intensivos em mão-de-obra, cuja competitividade já vinha sendo pressionada pelo aumento dos custos com a folha de salários. Nesse caso, a expansão da produção japonesa para outros países asiáticos orientou-se pela busca de regiões nas quais a remuneração da mão-de-obra dava-se em níveis mais baixos.

Em síntese, o tratamento teórico da decisão de investimento externo evoluiu no sentido da identificação de soluções para determinados *problemas* enfrentados pelas firmas, o que contribuiu para explicar o porquê da concentração dos IED em determinadas regiões.

Se os fatores colocados em evidência por essa abordagem — como o tamanho do mercado consumidor interno e o baixo custo da mão-de-obra — ainda são importantes na decisão de investimento externo, cum pre ressaltar, entretanto, que o atual estágio de internacionalização da produção, as formas de competição subjacentes, a tendência à liberalização comercial e financeira, e a crescente integração econômica são elementos que tornam ultrapassada a teorização do IED baseado na ênfase sobre a orientação para o mercado interno ou para exportação.

Isso ocorre porque, atualmente, as decisões de alocação de plantas produtivas estão, em grande medida, condicionadas por uma crescente divisão do trabalho intrafirma. Em outras palavras, verifica-se uma integração horizontal das atividades produtivas, a qual se reflete na dispersão das etapas de produção por diferentes regiões. Desse modo, a busca por vantagens locacionais e por maior eficiência e competitividade se *desmembra* ao longo dos diferentes estágios de produção.

A maior integração econômica estimula tal processo. Empresas multinacionais pertencentes a setores tradicionalmente voltados para o mercado interno (como o setor alimentício, que se beneficia da proximidade em relação aos consumidores) passaram a buscar ganhos de escala pela especialização em determinadas etapas da produção, para, posteriormente, exportar sua produção para outras unidades produtivas.³⁰

Nesse contexto, assume particular relevância o comércio intrafirma e o estabelecimento de vínculos estáveis com fornecedores dispersos globalmente — elementos que viabilizam ganhos de eficiência e de escala baseados na especialização produtiva.

Essas mudanças apontam no sentido do fomento ao comércio internacional pelas atividades das empresas multinacionais. Entretanto, tem sido notório o crescimento do investimento estrangeiro direto no setor de serviços — tradicionalmente classificado como não-comercializável externamente —, cujo desenvolvimento é essencial para a redução de custos e a promoção da eficiência produtiva.

Como essas mudanças podem se refletir no potencial de atração de investimentos estrangeiros diretos das economias em desenvolvimento?

As perspectivas de crescimento do mercado interno, a disponibilidade de fatores de produção a custos baixos, a mão-de-obra com nível de qualificação suficiente para atividades com maior sofisticação tecnológica, a boa infra-estrutura e a estabilidade macroeconômica são fatores que continuam apresentando extrema relevância na conformação da atratividade de certas economias no

³⁰ Um bom exemplo é constituído pela reestruturação da Nestlé na Europa. Buscando beneficiar-se da integração econômica, a empresa reduziu o número de unidades produtivas; a produção tornou-se substancialmente especializada e cresceram os fluxos de produtos e serviços entre filiais.

que concerne à instalação de novas plantas produtivas.

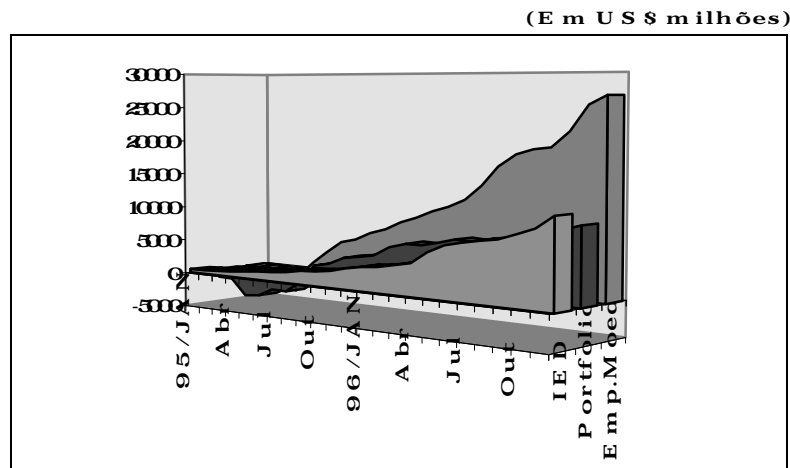
O que merece ser ressaltado é que esses elementos devem ser acompanhados por um aparato regulatório nacional, que seja *funcional* ao padrão de comércio mundial ensejado por essa crescente distância geográfica entre compradores e fornecedores, e pelo impulso à divisão do trabalho intrafirma. Em outros termos, é preciso haver coerência na política econômica nacional, de forma a haver harmonia entre as diferentes diretrizes de abertura comercial e financeira. Como alerta recente estudo da UNCTAD (1995, p. 286), "...enquanto alguns países liberalizaram suas políticas de comércio e de investimento, tais processos evoluíram segundo diferentes trajetórias. Isso pode acontecer quando o foco da política comercial recai sobre a promoção de exportações, ao invés de sobre a abertura comercial *per se*."

3.3.2 As Perspectivas Brasileiras de Captação de Investimentos Estrangeiros Diretos

A economia brasileira tem experimentado um substancial crescimento dos fluxos de IED, o que nos permite visualizar uma tendência à melhoria do perfil das captações de recursos externos, em termos de seu potencial de contribuição para o crescimento econômico.

O gráfico a seguir ilustra a evolução dos fluxos acumulados de capitais externos desde o início de 1995. Como se pode perceber, o crescimento dos empréstimos em moeda foi o mais significativo. O estoque de investimentos de portfólio vem apresentando crescimento lento, sobretudo a partir de 1996, e os investimentos estrangeiros diretos vêm tendo crescimento acelerado também neste último ano.

GRÁFICO 2
Perfil das Captações Brasileiras de Recursos
Externos — Fluxos Acumulados



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: CGFP/IPEA.

Tomando-se uma amostra das empresas que receberam investimentos externos acima de US\$ 10 milhões no primeiro semestre de 1996, verifica-se que o ramo de atividade que mais tem sido contemplado é o setor de serviços, com portamento consoante com as tendências mundiais, caben-

do lembrar que esses influxos estão relacionados, em grande medida, às privatizações. O segundo maior volume de entrada de investimentos dirigiu-se para a indústria de transformação, com destaque para os setores de metalurgia, eletroeletrônico, de produtos alimentícios e de auto-peças.³¹

O quadro 4 apresenta a evolução dos influxos de capitais na forma de investimentos diretos. Como se pode perceber, há uma nítida tendência de crescimento desses investimentos: após representar apenas 2,7% dos influxos totais em 1993, as entradas de investimento direto passaram a constituir, em 1996, 12,1% desse total. Deve-se ressaltar também que esses investimentos têm financiado uma parte crescente da captação de poupança externa, tendo as captações líquidas evoluído de 16,7% para 38% do déficit em transações correntes, no biênio 1995/1996.

TABELA 4
Brasil — Captação de Investimento Estrangeiro Direto

Período	Ingresso	Retorno	Saldo	(Em US\$ milhões)	
				Inv. Direto* / Influxos de Capitais (%)	Inv. Direto** / Saldo em TC (%)
1 ^o trim. / 1992	785	11	774	18,4	61,7
2 ^o trim.	255	58	197	4,7	8,1
3 ^o trim.	95	62	33	3,1	7,1
4 ^o trim.	189	39	150	3,6	7,6
1992	1324	170	1154	7,4	18,8
1 ^o trim. / 1993	167	17	150	3,2	101,9
2 ^o trim.	135	45	90	2,1	76,6
3 ^o trim.	186	203	-17	2,2	(14,0)
4 ^o trim.	388	215	173	3,1	39,2
1993	876	480	396	2,7	66,9
1 ^o trim. / 1994	659	51	608	6,3	132,9
2 ^o trim.	670	68	602	6,2	44,9
3 ^o trim.	424	85	339	4,5	17,0
4 ^o trim.	488	125	363	3,9	6,9
1994	2241	329	1912	5,2	131,8
1 ^o trim. / 1995	711	78	633	9,6	11,4
2 ^o trim.	663	66	597	5,2	9,5
3 ^o trim.	811	80	731	4,6	39,0
4 ^o trim.	1100	91	1009	6,9	25,0
1995	3285	315	2970	6,1	16,7

³¹ Dados fornecidos pelo Banco Central do Brasil.

1 ^o trim. / 1996	1 221	52	1 169	8,0	32,9
2 ^o trim.	3 256	52	3 204	15,6	76,4
3 ^o trim.	1 385	23	1 362	8,7	23,6
4 ^o trim.	3 718	258	3 460	13,8	32,4
1996	9 580	385	9 195	12,1	38,0

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração CGFP/IPEA.

Notas: * Dados relativos aos ingressos brutos.

** Dados relativos às captações líquidas.

Obs: Dados negativos na relação IDE/saldo em TC indicam a ocorrência de déficits em transações correntes.

O dado relativo ao 3^o trim /1993 foi colocado entre parênteses, porque nesse período ocorreu uma saída líquida de investimentos diretos.

A sustentação desse ritmo de captação de investimentos diretos está condicionada, em primeira instância, à continuidade do atual cenário de estabilidade macroeconômica, que deve sinalizar parâmetros estáveis para as decisões de investimento das empresas estrangeiras. Além disso, é imprescindível a existência de regras bem definidas, estáveis e favoráveis em relação à transferência da remuneração desses investimentos para o exterior.

Paralelamente, como já se mencionou, deve haver sintonia entre os estímulos concedidos ao IED e o processo de abertura comercial; em outras palavras, a captação dessa modalidade de investimentos depende da adequação do aparato regulatório nacional às tendências mundiais de comércio e de produção.

Outros fatores podem ser levados em consideração quando pensarmos nos requisitos necessários ao crescimento dos investimentos em determinados setores de atividade. Dada a precária experiência do país em pesquisa e desenvolvimento, seria estratégico para a promoção da competitividade externa a atração de empresas atuantes em setores mais intensivos em tecnologia. No caso da economia brasileira, esse objetivo enfrenta três grandes obstáculos.

O primeiro diz respeito ao baixo nível de qualificação da mão-de-obra, decorrentes das deficiências do sistema educacional. Equacionar esses problemas está na base de qualquer tentativa de promoção de um *upgrading* tecnológico auxiliado pela atração de investimentos externos.

O segundo obstáculo relaciona-se aos efeitos que a concentração da renda provoca sobre o *perfil* da demanda interna. Como o mercado consumidor de produtos com maior conteúdo tecnológico e maior grau de sofisticação é bastante reduzido, os investimentos externos podem ser desestimulados pela estreiteza do mercado consumidor interno.

Finalmente, temos a questão das precárias condições de infra-estrutura nacionais, fator que onera os custos de produção, prejudica a eficiência produtiva e pode, portanto, ser extremamente negativo num contexto de competição pelos recursos externos. A superação desse problema evidencia a importância da busca de formas alternativas de captação e estímulo à poupança interna com o pré-condição para o acesso sustentado aos investimentos diretos.

4 CONCLUSÕES

Este trabalho procurou discutir os pré-requisitos para que a captação de poupança externa seja funcional ao desenvolvimento econômico brasileiro. Conforme foi analisado, a experiência brasileira de superávit da conta capital tem sido reflexo da necessidade de absorção de poupança externa, a qual, por sua vez, é determinada, em grande medida, por aumentos do investimento.

A visão implícita ao estudo é a de que a captação de poupança externa é um processo temporário, que, quando é efetivamente funcional ao desenvolvimento, traz em seu cerne o estímulo econômico para que, no longo prazo, o crescimento econômico do país receptor torne-se cada vez mais independente de capitais externos. Para isso, é necessário que, ao longo do tempo, o fato de a economia estar captando poupança externa não implique diminuição da poupança interna.

Esse efeito adverso é facilitado pelo fato de que, quando a economia está incorrendo em déficits em transações correntes, o câmbio real está, por

definição, valorizado. Esse fenômeno não é equivalente ao de sobrevalorização cambial, mas pode, por si só, estimular não apenas um aumento da demanda, mas uma mudança de seu perfil, em direção a maior consumo de importados. Feitas essas ressalvas, torna-se clara a importância do processo de captação de poupança externa ser acompanhado por medidas de política econômica que: (i) estimulem a continuidade do impulso ao investimento propiciado pela maior estabilidade macroeconômica; (ii) assegurem a rentabilidade do setor exportador; e (iii) estimulem a poupança interna, para que se promova a diversificação das alternativas de aplicação financeira.

O processo de captação de poupança externa brasileira possui boas perspectivas de contar com fluxos de financiamento externo estáveis e expressivos, sobretudo no que diz respeito ao empréstimos em moeda e aos investimentos diretos. Isso acontece porque, em primeiro lugar, observa-se a retomada da iniciativa dos agentes privados para a captação de recursos no exterior. A captação de empréstimos externos conta com os benefícios trazidos pelo desenvolvimento de instrumentos financeiros capazes de promover maior compatibilização entre o perfil de dívida desejado pelo tomador de recursos e o perfil dos ativos necessário à diversificação do portfólio dos investidores. Em outras palavras, a liberalização financeira e o aperfeiçoamento dos instrumentos de captação, ao tornarem mais líquidas as *securities*, chancelam o movimento de diversificação de portfólios em âmbito internacional, em benefício dos mercados emergentes.

Em segundo lugar, do ponto de vista dos investimentos diretos, observa-se que a retomada do crescimento econômico, conjugada à amplitude do mercado consumidor interno e à redefinição do âmbito da atuação estatal no setor produtivo, são fatores que contribuem para caracterizar a economia brasileira como um potencial foco de atração de novos investimentos produtivos estrangeiros.

Finalmente, tem os os investimentos de portfólio, cujo comportamento instável torna problemático o financiamento do déficit em transações correntes baseado nesse tipo de influxo de capital. **D**essa forma, dada a disponibilidade de recursos, torna-se essencial a consolidação da estabilidade econômica e a promoção de investimentos em infra-estrutura e em educação básica, como forma de promover mudanças no perfil das captações externas, em favor de capitais de mais longo prazo, que constituam estímulos adicionais ao investimento e que fortaleçam a capacidade de geração de divisas da economia brasileira.

ANEXO

Notas explicativas referentes aos dados relativos ao Movimento de Capitais, integrante da Conta Capital do Balanço de Pagamentos Brasileiro

1. Como os dados apresentados no trabalho, no que concerne à entrada e saída de capitais estrangeiros, foram fornecidos pelo Banco Central do Brasil, optamos por anexar algumas explicações metodológicas, extraídas da “Nota Econômica — 18/10/96”, divulgada pelo órgão. A apresentação dos dados procurou respeitar a metodologia de registro do Banco Central e eventuais modificações foram notificadas.

2. As modalidades de empréstimos em moeda de médio e longo prazos são as seguintes:

Comunicado Firce nº 10 — operações diretas de empresas não-financeiras no país com instituições estrangeiras (financeiras ou não-financeiras), sem lançamento de títulos;

Resolução nº 63 — operações de bancos no país, destinadas a repasse a empresas, com instituições financeiras ou não-financeiras no exterior, sem lançamento de títulos;

Resolução nº 2 148 — operações de instituições de crédito rural no país, destinadas a repasses a pessoas físicas e jurídicas, inclusive cooperativas, para financiamento de custeio, investimento e comercialização da produção agropecuária (prazo mínimo de captação: 180 dias);

Resolução nº 2 170 — operações de instituições credenciadas a operar com crédito imobiliário no país, destinadas a repasses a pessoas físicas ou jurídicas, com a finalidade de financiar a construção ou a aquisição de imóveis novos;

Commercial Paper — títulos lançados no exterior, na modalidade denominada *Commercial Paper*, por empresas ou bancos no país;

Bônus + Notes — **títulos lançados no exterior, nas seguintes modalidades: Bônus, Fixed Rate Notes, Floating Rate Notes, Fixed Rate Certificates of Deposit e Floating Rate Certificates of Deposit, por meio de colocação pública ou privada, por empresas ou bancos estabelecidos no país;**

Export Securities — **empréstimos vinculados (securitizados) a contratos de exportação de longo prazo, cujas receitas garantem o pagamento da dívida. Podem ser ofertados a investidores estrangeiros por empresas exportadoras ou empresas vinculadas a conglomerados que incluam empresas exportadoras;**

Renovações — **são repactuações de empréstimos já devidos, adiando-se os pagamentos, ou operações com ingresso novo, destinado especificamente a pagamento de dívida externa. No caso das repactuações, não há ingresso de divisas, nem saída a título de amortização; no segundo caso, ocorrem as operações de ingresso e saída.**

3. Os financiamentos destinam-se, basicamente, à aquisição, no exterior, de bens ou serviços, mas podem incluir parcelas de desembolso em moeda, para cobrir custos locais. As modalidades de financiamentos correspondem a:

a) *Registrados* — **operações geralmente de menor valor unitário e prazo entre um e dois anos a contar da data do embarque ou do desembolso. Nessas operações, o registro deve ser solicitado ao Firce até trinta dias após a internação da mercadoria; as operações são consideradas no balanço de pagamentos a partir data da internação;**

b) *Autorizados* — **operações com prazo acima de dois anos, que incluem créditos de organismos internacionais. Nesse, é requerida, ao Firce, autorização prévia para ingressos no país. Tais ingressos deverão ocorrer durante o período de disponibilidade previsto no contrato, e podem ser imediatos ou se estender por até cinco anos; nesse caso, o valor da operação consta do quadro Captação de Recursos Externos, no mês da autorização (com**

contrato já assinado), e som ente será considerado no balanço de pagamentos na medida em que os ingressos ocorrerem .

4. Os *pagamentos antecipados de exportações* representam antecipações de recursos em moeda estrangeira a serem pagos mediante exportações futuras. Apenas no caso de ocorrer frustração da venda externa caberá, ao tomador, o pagamento, sob a forma de saída de divisas ou a transformação dos créditos em empréstimo ou investimento. Os valores são considerados no quadro **Captação de Recursos Externos**, quando a operação é aprovada pelo Firce, e no quadro **Balanço de Pagamentos**, após o ingresso dos recursos.

5. As operações de *leasing/aluguel* correspondem a bens (máquinas e equipamentos) internados sem transferência inicial de propriedade ao arrendatário; no caso do *leasing*, há a opção de compra ao final do contrato, pelo valor residual acordado; caso o valor residual seja inferior a 25%, o valor do bem é contabilizado no balanço de pagamentos com o dívida, e os pagamentos, com o amortização e juros. Nos demais casos, só serão contempladas as despesas no balanço de pagamentos (conta de serviços); os valores dos equipamentos são considerados no quadro **Captação de Recursos Externos** por ocasião do registro no Firce, que deve ocorrer até trinta dias após a internação.

6. Os investimentos em moeda representam, no caso de *investimentos diretos*, ingressos e saídas de recursos em moeda estrangeira aplicados em subsidiárias ou filiais, ou participação em empresas e em imóveis, enquanto que as aplicações em valores mobiliários, ativos financeiros e *depository receipts* (DR) constituem investimentos em portfólios. Não são considerados os reinvestimentos de lucros e as conversões de dívida em investimentos, contabilizados no balanço de pagamentos, simultaneamente, com o entradas e saídas.

7. *Investimentos em portfólios* compreendem as operações relativas aos anexos I a V da Resolução nº 1289/87.

8. *Fundos de Renda Fixa—Capital Estrangeiro* (Resolução nº 2 034, de 17.12.93) — Fundos destinados à captação de recursos externos para investimentos em títulos de emissão do Tesouro Nacional e/ou do Banco Central e, ainda, em ativos de renda fixa emitidos por empresas e instituições no país.

9. *Fundos de Privatização—Capital Estrangeiro* (Resolução nº 1 806, de 23.7.91, e Instrução CVM nº 175, de 21.8.91) — Fundos constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado, nos quais participam exclusivamente pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior; e fundos ou outras entidades de investimento coletivo estrangeiro, para captar recursos destinados à aquisição de títulos e valores mobiliários, emitidos por empresas que vierem a ser desestatizadas na forma da Lei nº 8 031, de 12.4.90.

10. *Fundos de Investimento Imobiliário* (Instrução CVM nº 205, de 14.1.94) — A Resolução nº 2 248, de 8.2.96, autorizou às pessoas físicas ou jurídicas, residentes ou domiciliadas no exterior, e aos fundos e outras entidades de investimento coletivo estrangeiro a aquisição de quotas desses fundos imobiliários, cujos recursos destinam-se ao desenvolvimento de empreendimentos nessa área.

11. *Fundos Mútuos de Empresas Emergentes* (Instrução CVM nº 209, de 25.3.94) — A Resolução nº 2 248, de 8.2.96, autorizou as pessoas físicas ou jurídicas, residentes ou domiciliadas no exterior, e os fundos e outras entidades de investimento coletivo estrangeiro a adquirirem quotas de fundos mútuos, cujos recursos destinam-se a aplicações em carteira diversificada de valores mobiliários de empresas emergentes.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AKYÜZ, Y.** *Financial liberalization : the key issues*. UNCTAD, 1993. (Discussion Paper, n.56)
- BACHA, E** *Latin America's reentry into private financial markets: domestic and international policy issues*.— Rio de Janeiro: PUC/RJ, 1993. (Texto para Discussão, n.299)
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS)**. *66th Annual Report*, Basle, 10th June 1996.
- BEKAERT, G.; GARCIA, M. G. e HARVEY, C. R.** *The role of capital markets in economic growth*.— Rio de Janeiro: PUC/RJ, 1995. (Texto para Discussão, n.342)
- BNDES**. *Mercado financeiro internacional: transformações e tendências*. 1991. (Texto para Discussão, n.3)
- BONELLI, R.; FIUZA, E. e GONÇALVES, R.** *Ajuste estrutural e crescimento de longo prazo da economia brasileira, 1997-2005*. IPEA, nov. 1996. mimeo
- BRASIL** *Taxa Muito o Investidor Externo*. *Gazeta Mercantil*, 7/5/96.
- CALVO, G. A.** *Varieties of capital market crises*. *Inter-American Development Bank*, 1995. (Working Paper Series, n.306)
- CALVO, G. A.; LEIDERMAN, L. e REINHART, C. M.** *Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America*. *IMF Staff Papers*, v.40, n.1, 1993.
- CARNEIRO, D. e GARCIA, M.** *Capital flows and monetary control under a currency substitution regime: the recent brazilian experience*. — Rio de Janeiro: PUC/RJ, 1993. (Texto para Discussão, n.304)
- CEPAL**. *Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*.— Santiago do Chile: 1995.
- DORNBUSCH, R.; GOLDFAJN, I. e VALDÉS, R.** *Currency crises and collapses*. *Brookings Papers in Economic Activity*, n.2, p.219-293. 1995.
- ENDERS, W.** *Applied econometric time series*. *Jonh Wiley & Sons*. 1995.
-

- EL-ERIAN, M. A.** Restoration of access to voluntary capital market financing. *IMF Staff Papers*, Mar. 1992.
- FERREIRA, C. K. L.** *O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais.*— Campinas: Unicamp, 1995. Tese de Doutorado.
- FRY, M. J.; CLAESSENS, S.; BURRIDGE, P. e BLANCHET, M. C.** Foreign direct inflows, other capital flows, and current account deficits: what causes what? *Policy Research Working Paper, World Bank, International Economics Department*, n.1527, 1995.
- GARCIA, M. e BARCINSKI, A.** *Capital flows to Brazil in the nineties: macroeconomic aspects and the effectiveness of capital controls.*— Rio de Janeiro: PUC/RJ, 1996. (Texto para Discussão, n.357)
- HARRIS, R. I. D.** *Using cointegration analysis in econometric modelling.*— Harvester Wheatsheaf, USA: Prentice Hall, 1995.
- IBGE.** *Indicadores do IBGE — contas consolidadas para a nação — Brasil 1990/1995.* out. 1996.
- JOHANSEN, S. e JUSELIUS, K.** *Maximun likelyhood estimation and inference on cointegration — with applications to the demand for money.*— Copenhagen: University of Copenhagen, 1989. Unpublished
- KRUGMAN, P. e OBSTFELD, M.** *International economics.* 3ª ed. 1995.
- MAHDAVI, S.** Some empirical evidence on the temporal relationships between foreign inflows and aggregate spending categories in the United States. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v.18, n.1, Fall 1995.
- MAKA, A.** *A sustentabilidade de déficits em conta corrente.* — Brasília: IPEA/Coordenação Geral de Finanças Públicas, 1997. mimeo
- MONTIEL, P.** Capital mobility in developing countries: some measurement issues and empirical estimates. *World Bank Economic Review*, v.8, n.3, p. 311-350. Sep. 1994.
- PUGA, F. P.** *A entrada de capitais e o controle monetário no Brasil, 1983/1993.*— Rio de Janeiro: PUC/RJ, 1995. Dissertação de Mestrado
-

ROJAS-SUAREZ, L. e WEISBROD, S. *Achieving stability in Latin American financial markets in the presence of volatile capital flows.* **Inter-American Development Bank, Apr. 1995.** (Working Paper Series, n.304)

SOUZA, F. E. P. *O investimento antes e depois do Plano Real.* In: **VELLOSO, J.** (coord.) *O Real, o crescimento e as reformas.* — **Rio de Janeiro: J. Olímpio, 1996.**

TESAR, L. *Savings, investment and international capital flows.* *Journal of International Economics*, v.31, p.55-78, 1991.

UNCTAD. *World Investment Report.* **Genebra, 1995.**

WORLD BANK. *Global economic prospects and the developing countries.* — **Washington, D.C.: 1996a.**

_____. *Managing capital flows in East Asia.* **1996b.**