

TRAJETÓRIA RECENTE DO INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO E EM CARTEIRA NO BRASIL

Edison Benedito da Silva Filho¹

RESUMO

Este artigo analisa a trajetória do investimento externo no Brasil entre 2003 e 2014, enfatizando os desdobramentos regionais e setoriais das inversões de firmas estrangeiras, além dos impactos do afluxo de capital estrangeiro para o financiamento da dívida pública e a diversificação do mercado de capitais. Não obstante a redução do desempenho da economia brasileira a partir de 2011, a entrada de capital estrangeiro permaneceu em patamares elevados, evidenciando, para além da elevada liquidez internacional, o progresso macroeconômico e institucional do país nas últimas décadas. Contudo, persistem obstáculos à canalização desses recursos para promover a integração das empresas brasileiras às cadeias globais de valor, assim como para financiar projetos essenciais na área de infraestrutura do país.

Palavras-chave: fluxos de capitais; investimento direto estrangeiro; investimento estrangeiro em carteira.

FOREIGN DIRECT AND PORTFOLIO INVESTMENT IN BRAZIL: RECENT TRENDS AND PATTERNS

ABSTRACT

This article analyzes foreign investment in Brazil between 2003 and 2014, emphasizing the regional and sectorial developments of investments of foreign firms in addition to the impact of foreign capital inflows to finance the public debt and the diversification of the capital market. Despite the weakening of the Brazilian economy since 2011, the inflow of foreign capital remained at high levels, thus attesting both macroeconomic and institutional progress of the country in recent decades. However, there remain obstacles to using these resources to promote the integration of Brazilian companies to global value chains, as well as to finance essential projects in the country's infrastructure area.

Keywords: capital flows; foreign direct investment; foreign portfolio investment.

JEL: F21; F32.

1. Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea.

1 INTRODUÇÃO

O Brasil ocupa uma posição de destaque nos fluxos internacionais de capitais, sobretudo como receptor de investimento direto estrangeiro (IDE) realizado por companhias multinacionais. Desde 2011 o país figura entre os cinco principais destinos dos fluxos de IDE no mundo (Unctad, [s.d.]). A relevância da participação das empresas estrangeiras na estrutura produtiva do país pode ser ilustrada por estes dados: entre 1990 e 2012, o estoque de IDE *per capita* no Brasil elevou-se de US\$ 248 para US\$ 3.540; no mesmo período, a participação desse estoque no PIB brasileiro saltou de 10,1% para 31,2% (Unctad, [s.d.]).

Além disso, a atratividade internacional dos ativos financeiros do país é evidenciada pelo rápido crescimento da participação de investidores estrangeiros no passivo externo brasileiro. Por exemplo, entre 2003 e 2014 a parcela da dívida pública federal em posse de não residentes no país saltou de 0,5% para mais de 20% (Brasil, 2015). Cumpre ainda notar o espaço crescente ocupado pela moeda brasileira no mercado internacional de derivativos, em que títulos denominados em reais já respondem por mais de 10% do volume financeiro transacionado (Mihaljek e Packer, 2010).

Contudo, após 2011 ocorreu uma progressiva deterioração das expectativas em relação ao desempenho futuro da economia brasileira, derivada tanto da estagnação da produção interna quanto do aumento dos desequilíbrios no balanço de pagamentos do país. A partir de meados de 2014 essa piora na confiança sobre o país foi agravada pela perspectiva de reversão das políticas expansionistas do Federal Reserve nos Estados Unidos, culminando em um movimento de saída de capitais que precipitou a rápida desvalorização do real.

Tendo esse cenário como pano de fundo, o objetivo deste artigo é analisar a trajetória do investimento externo direto e de portfólio no Brasil ao longo da última década, com ênfase nos desdobramentos regionais e setoriais da expansão de empresas estrangeiras no país. A partir do mapeamento desses fluxos de capital, pretende-se identificar alguns de seus condicionantes econômicos e institucionais mais relevantes e apontar possíveis tendências para os próximos anos.

Este texto divide-se em cinco seções, incluindo esta introdução. Na segunda seção apresenta-se uma síntese dos condicionantes do investimento estrangeiro direto e de carteira nos países emergentes, a partir da literatura especializada. A terceira seção mostra a trajetória do investimento direto estrangeiro no Brasil entre 2003 e 2014, com ênfase na distribuição regional e setorial dos projetos de IDE *greenfield*. Na quarta seção é analisada a evolução recente do investimento estrangeiro em carteira no país e seus desdobramentos do ponto de vista das condições de solvência da economia brasileira face às suas obrigações internacionais. A quinta seção encerra o trabalho apontando possíveis tendências para o movimento recente de investimento estrangeiro no país e debatendo algumas de suas consequências para o padrão de inserção internacional do Brasil.

2 DETERMINANTES DO INVESTIMENTO ESTRANGEIRO NOS PAÍSES EMERGENTES

A busca pela eficiência competitiva no mercado internacional exige o desenvolvimento por parte das companhias de estratégias bem-sucedidas de inserção nas cadeias globais de valor. Com as etapas de pesquisa e desenvolvimento, produção, distribuição e pós-venda fragmentadas entre diversos países e empresas parceiras, o sucesso da firma passa a ser determinado pela sua capacidade de preservar e ampliar sua participação naquelas etapas produtivas que adicionam maior valor ao produto final (Jones, 2001; Nonnenberg, 2014).

Hoje, as empresas que investem em mercados emergentes buscam outros objetivos que não somente o aproveitamento de fatores produtivos convencionais, tais como recursos primários e mão de obra de menor custo. Para além desses elementos, alguns desses países também possuem vantagens estratégicas, do ponto de vista comercial e logístico, para o acesso a mercados vizinhos em rápida expansão. Outros, como no caso do Brasil, já possuem suficiente tamanho e grau de sofisticação econômica e institucional para permitir a introdução de plantas industriais estrangeiras visando o fornecimento ao mercado consumidor doméstico e o aproveitamento de mão de obra especializada, sobretudo em setores de manufatura e serviços (Acioly, Lima e Ribeiro, 2011; Ribeiro e Silva Filho, 2013).

Para estarem capacitados a competir por esses projetos de IDE, por sua vez, os países emergentes devem buscar, continuamente, a atender e aperfeiçoar certos requisitos econômicos e institucionais elementares. Dentre estes, destacam-se: a ampliação do estoque de capital humano e da infraestrutura econômica e urbana; o aprofundamento da integração comercial com outros grandes mercados, por meio da redução de barreiras ao comércio, da simplificação tributária e da facilitação de investimentos; e o desenvolvimento de uma regulação financeira que estimule a expansão da poupança e do crédito privado (Unctad, 2013; Blonigen e Piger, 2011).

Por sua vez, o fluxo de capital estrangeiro para aquisição de ativos de portfólio – o chamado investimento estrangeiro em carteira (IEC) – segue uma lógica distinta daquela do investimento direto. A exemplo deste, os fatores econômicos e institucionais mais elementares, tais como o crescimento dos mercados e a estabilidade e a funcionalidade das instituições, também desempenham um papel relevante para a atração do capital financeiro internacional.

Mas, para além destes fatores, outros elementos podem influenciar de forma decisiva o fluxo de investimentos de portfólio, sobretudo no curto prazo. Isso porque a maior liquidez dos ativos financeiros comparativamente aos físicos é ela própria derivada da assimetria de informação: uma vez que o investidor financeiro tem menos informação sobre seus ativos do que uma empresa que controla uma planta industrial; ele exigirá como contrapartida maior facilidade para movimentar seu capital. Além disso, a assimetria de informação também torna esse investidor mais suscetível a alterações de preços de outros ativos, que podem impactar o valor de seu portfólio tanto de forma direta, por meio do custo de oportunidade, quanto de forma indireta, ao restringir sua liquidez (Froot, O’Connell e Seasholes, 2001; Itay e Razin, 2005; Humanicki, Kelm e Olszewski, 2013).

Em suma, dada a imensa fluidez do sistema financeiro internacional e sua alta sensibilidade a alterações nos preços dos diversos ativos transacionados diariamente nos mercados, o IEC tende a ser mais volátil e dependente das condições de curto prazo, tanto do ponto de vista do investidor quanto do receptor do capital. Entre essas condições, destacam-se a liquidez e a propensão ao risco por parte dos credores; e, por parte dos tomadores, a capacidade de solvência (balizada pelo risco-país), a estabilidade macroeconômica (expressa no trinômio juros-inflação-câmbio) e o grau de liberdade de movimentação de capitais fornecido pelo arcabouço institucional de seu país (Froot, O’Connell e Seasholes, 2001; Itay e Razin, 2005; Humanicki, Kelm e Olszewski, 2013).

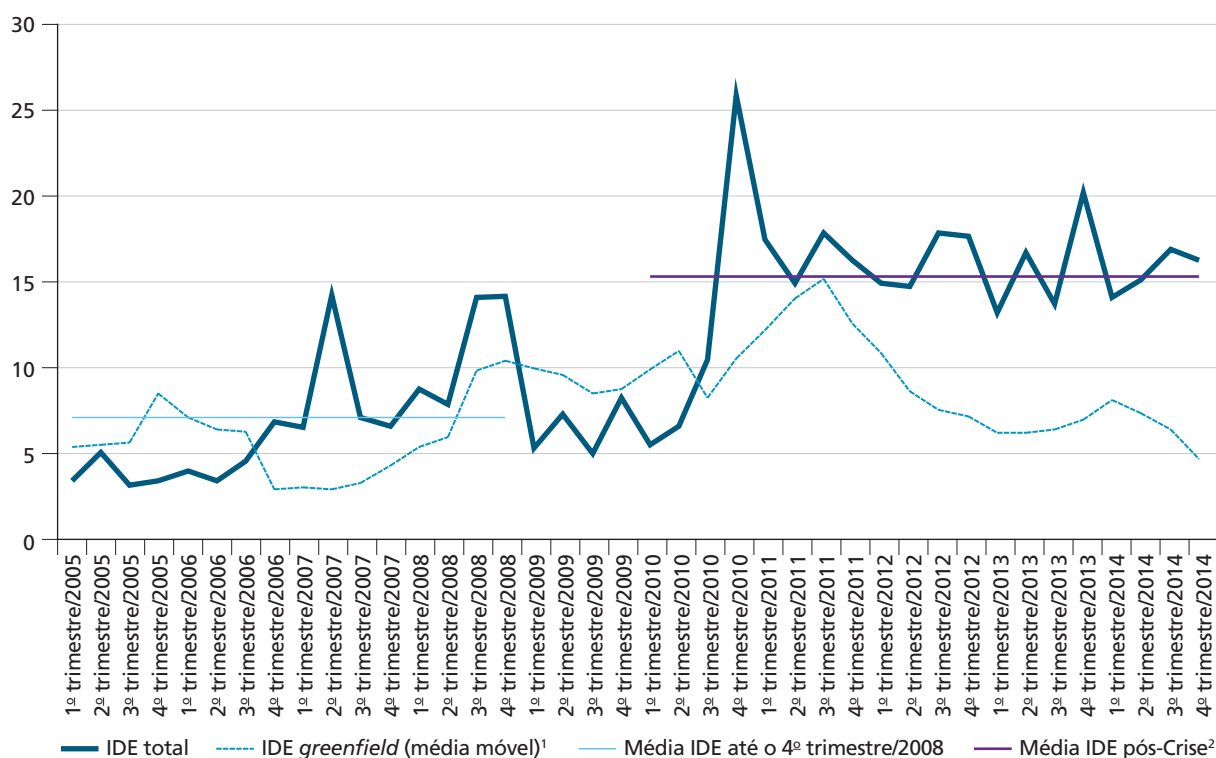
Nas próximas seções, discutiremos a trajetória do investimento estrangeiro no Brasil ao longo da última década para cada uma dessas diferentes modalidades.

3 INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO (IDE) NO BRASIL ENTRE 2003-2014

O fluxo de investimentos estrangeiros diretos (IDE) realizados no Brasil apresenta uma ruptura de tendência a partir da crise internacional desencadeada pela falência do banco de investimentos americano, Lehman Brothers, em Setembro de 2008. Entre 2005 e 2008, o volume trimestral de IDE recebido pelo país oscilou em torno de um valor médio de cerca de US\$ 7 bilhões, sendo que sua trajetória ascendente, a partir de 2006, foi revertida pela saída de capitais diante do aprofundamento da crise em 2009. Após este ano, contudo, o volume de investimentos recebidos do exterior tornou a elevar-se rapidamente, tendo desde então mantido-se em um patamar médio consistentemente superior ao do período anterior (gráfico 1).

GRÁFICO 1

Fluxo trimestral de IDE no Brasil, em volume financeiro e com finalidade *greenfield* (2005-2014)
(Em US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil ([s.d.]) e FDI Markets ([s.d.]).

Elaboração do autor.

Notas: ¹ O IDE *greenfield* é calculado a partir da média móvel dos quatro trimestres anteriores; os dados referem-se ao capital total investido por companhias estrangeiras em projetos de instalação ou expansão de plantas industriais no país, com base em estimativas do FDI Markets.

² Média do IDE a partir do primeiro trimestre de 2010.

A trajetória do IDE *greenfield*², contudo, apresenta um quadro bastante distinto para o mesmo período. Até o primeiro semestre de 2011 esta modalidade de investimento direto parece acompanhar

2. O chamado IDE *greenfield* consiste no montante de investimento recebido pelo país cuja destinação é exclusivamente a criação ou expansão de capacidade produtiva das companhias estrangeiras no território nacional. Esta rubrica não inclui, portanto, fluxos de capital destinados ao investimento em ativos diversos (portfólio), fusões e aquisições ou incremento de caixa das empresas. Embora o fluxo de IDE total seja a variável mais relevante, do ponto de vista das contas externas, a principal vantagem em analisar o volume de investimento *greenfield* é a possibilidade de alcançar uma visão mais realista dos efeitos do IDE sobre a economia nacional, uma vez que são os investimentos em estoque de capital que produzem impactos significativos sobre as variáveis reais como emprego e produção. Este trabalho utiliza dados de IDE *greenfield* provenientes da base FDI Markets, que correspondem ao valor integral dos projetos de investimento computados no mês de sua implantação, não devendo, portanto, ser interpretados como fluxos efetivos de capital no tempo.

de perto a tendência do IDE total recebido pelo país; contudo, a partir do final daquele ano verifica-se uma acentuada queda no ingresso de capital estrangeiro voltado à instalação e expansão de plantas industriais no país (gráfico 1). Após uma breve recuperação ao longo de 2013, o volume de IDE *greenfield* no Brasil tornou a declinar a partir do ano seguinte, situando-se hoje em um patamar próximo da média anterior à eclosão da crise internacional.

Evidencia-se, assim, nos últimos anos, um descolamento da trajetória do IDE *greenfield* em relação ao volume total de investimento direto recebido pelo país; não obstante o país continue a destacar-se como um dos principais polos de atração de capitais na economia global. A partir de 2011 uma parcela cada vez maior desses recursos parece estar sendo absorvida para fins de transferência de propriedade (fusões e aquisições), aplicações financeiras e recomposição do caixa das filiais de empresas estrangeiras instaladas no Brasil, contrariamente ao período anterior quando o capital externo privilegiava projetos de ampliação de capacidade produtiva.

Nos últimos anos, o IDE parece ter se estabilizado consistentemente em um patamar superior a US\$ 60 bilhões, tendo sido registrada a entrada de US\$ 67 bilhões em 2011, US\$ 65 bilhões em 2012, US\$ 64 bilhões em 2013 e US\$ 62,5 bilhões em 2014 (Ipeadata, [s.d.]). Por sua vez, o estoque de investimentos estrangeiros no país já supera a marca de 700 bilhões de dólares, evidenciando um rápido crescimento ao longo da década a partir do montante de US\$ 132 bilhões computados em 2003 (gráfico 2).

GRÁFICO 2

Fluxo e estoque anual de IDE no Brasil, em volume financeiro (2003-2013)

(Em US\$ bilhões)



Fonte: Unctad ([s.d.]).

Obs.: Escalas do fluxo de IDE no eixo esquerdo e do estoque de IDE no eixo direito.

Em termos de importância para a atividade econômica Diretoria de Estudos em Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) doméstica, o fluxo anual de IDE tem superado a marca de 3% do PIB no período recente, percentual que tende a elevar-se em 2014 em razão da

desvalorização cambial. Igualmente, desde 2008 o Brasil tem permanecido entre os cinco países do mundo que mais atraíram investimentos estrangeiros diretos (Unctad, [s.d.]).

3.1 Distribuição setorial e geográfica do IDE *greenfield*

O Brasil destaca-se entre as economias emergentes não somente em razão da dimensão privilegiada do seu mercado consumidor, mas também pela capacidade de oferecer outras vantagens competitivas para além da mão de obra barata e da exportação de *commodities*. Além de uma base industrial diversificada (embora bastante heterogênea em termos de produtividade),³ o país apresenta um elevado número de trabalhadores especializados e um mercado de trabalho relativamente flexível, além da perspectiva para as próximas décadas de incremento nos investimentos destinados à ampliação e modernização de sua infraestrutura.

Esses fatores ajudam a explicar não apenas o rápido crescimento em volume, mas também o elevado grau de diversificação do IDE *greenfield* recebido pelo país ao longo da última década. O montante total desta modalidade de investimento estrangeiro entre 2003 e 2014 foi de aproximadamente US\$ 356 bilhões, que resultaram na criação de pelo menos 778 mil empregos diretos (tabela 1).

TABELA 1

Volume, participação relativa e quantidade de empregos diretos gerados nos dez setores industriais responsáveis pela maior parcela de IDE *greenfield* no Brasil (2003-2014)¹

Setor industrial receptor	IDE recebido (US\$ milhões)	Participação no total de IDE (%)	Empregos diretos criados ²
1 Mineração e siderurgia	76.015,7	21,4	106.774
2 Comunicações	52.121,9	14,7	49.630
3 Indústria automobilística e autopeças	47.428,2	13,3	127.605
4 Serviços financeiros	30.431,3	8,6	15.118
5 Carvão, petróleo e gás natural	27.059,6	7,6	13.749
6 Alimentos e tabaco	26.451,8	7,4	57.897
7 Energias renováveis	19.515,9	5,5	7.997
8 Química	9.263,7	2,6	17.317
9 Máquinas e equipamentos	8.467,5	2,4	34.564
10 Celulose, papel e embalagens	6.917,2	1,9	9.604
Outros setores	52.087,8	14,6	337.845
Total	355.760,6	-	778.100

Fonte: Adaptado de FDI Markets ([s.d.]).

Notas: ¹ Período corresponde a projetos iniciados entre janeiro de 2003 e dezembro de 2014.

² Estimativa de geração de empregos diretos fornecida pelo FDI Markets.

Embora tenha persistido ao longo da última década um predomínio do investimento estrangeiro destinado a setores de exploração de bens primários, outros setores industriais também responderam por uma parcela significativa desses fluxos. Projetos de mineração e siderurgia foram responsáveis pela atração do maior volume de capital estrangeiro tendo alcançado mais de US\$ 76 bilhões investidos, ou o equivalente a mais de 20% do total de IDE *greenfield* recebido pelo país no período. Se somado aos montantes investidos em carvão, petróleo e gás natural (27 bilhões) e alimentos e tabaco (US\$ 26,4 bilhões),

3. Para uma discussão mais detalhada acerca dos condicionantes dos diferenciais de produtividade na indústria brasileira, ver De Negri e Cavalcante (2014).

temos uma concentração de mais de 36% do total de projetos de investimento estrangeiro em atividades de exploração de *commodities* no país.

Porém, outros setores industriais tecnologicamente mais sofisticados também destacaram-se como importantes receptores de capital estrangeiro, a exemplo do setor de comunicações que alcançou uma carteira de projetos de mais de US\$ 52 bilhões no período. Indústria automobilística e de autopeças (US\$ 47,4 bilhões), intermediação financeira (US\$ 30,4 bilhões) e energias renováveis (US\$ 19,5 bilhões) também figuram entre os dez principais setores econômicos responsáveis pela atração de IDE *greenfield* ao longo da última década.

Do ponto de vista geográfico, é ainda mais evidente a concentração do investimento estrangeiro no Brasil em locais onde a base industrial e a infraestrutura se acham mais desenvolvidas. Com um montante de mais de US\$ 110 bilhões em projetos, o estado de São Paulo respondeu por cerca de 31% do volume total de IDE *greenfield* recebido pelo país entre 2003 e 2014 (tabela 2). Em seguida destacam-se Rio de Janeiro (US\$ 51 bilhões), Minas Gerais (US\$ 37,7 bilhões) e Pernambuco (US\$ 31,7 bilhões).

TABELA 2

Volume, participação relativa e empregos diretos gerados nos estados da Federação por projetos de IDE *greenfield* (2003-2014)¹

Estado receptor	IDE recebido (US\$ milhões)	Participação no total de IDE (%)	Empregos diretos criados ²
São Paulo	110.366,8	31,0	258.765
Rio de Janeiro	50.985,3	14,3	92.517
Minas Gerais	37.700,8	10,6	75.240
Pernambuco	31.688,6	8,9	41.772
Bahia	17.069,5	4,8	44.310
Paraná	14.023,3	3,9	45.045
Rio Grande do Sul	12.363,1	3,5	40.414
Pará	10.969,2	3,1	18.433
Ceará	10.492,9	2,9	26.683
Goiás	9.729,2	2,7	22.329
Mato Grosso do Sul	7.932,3	2,2	16.586
Maranhão	7.841,1	2,2	12.564
Santa Catarina	7.472,0	2,1	18.771
Amazonas	6.698,6	1,9	27.862
Mato Grosso	4.613,4	1,3	7.275
Espírito Santo	4.566,0	1,3	10.163
Distrito Federal	1.900,9	0,5	3.299
Amapá	1.806,5	0,5	2.333
Rio Grande do Norte	1.576,4	0,4	2.776
Paraíba	1.387,7	0,4	1.841
Rondônia	1.293,6	0,4	2.699
Sergipe	1.056,4	0,3	1.457
Tocantins	902,3	0,3	983
Piauí	683,8	0,2	1.348
Alagoas	475,0	0,1	2.028
Acre	166,0	0,0	606
Total	355.760,7		778.100

Fonte: Adaptado de FDI Markets ([s.d.]).

Notas: ¹ Período corresponde a projetos iniciados entre janeiro de 2003 e dezembro de 2014.

² Estimativa de geração de empregos diretos fornecida pelo FDI Markets.

Estados como São Paulo, Rio de Janeiro e Minas Gerais destacam-se na atração de investimentos estrangeiros por serem os principais mercados consumidores do país e também já possuem uma base industrial consolidada e mutuamente integrada, além de contarem com uma infraestrutura privilegiada que permite às empresas reduzir custos logísticos e escoar rapidamente sua produção, inclusive para o exterior. Estas vantagens, aliadas ao elevado estoque local de mão de obra especializada e à grande sofisticação de seu segmento de serviços, permitem o ingresso de empresas estrangeiras em setores industrialmente mais complexos, com destaque para a indústria automotiva e a de tecnologias de informação e comunicação. Igualmente, estes estados também beneficiaram-se do grande volume de investimento estrangeiro realizado no país a partir de 2010 para a exploração de petróleo e gás natural na região do pré-sal (Ribeiro e Silva Filho, 2013).

Em geral, os demais estados brasileiros apresentam elevada concentração na atração de investimentos para exploração de recursos naturais, com exceção da região Sul onde também situa-se um polo manufatureiro e de serviços bastante diversificado, que se mostra capaz de atrair projetos de setores tecnologicamente mais dinâmicos. Além desta região, estados como Pernambuco e Bahia lograram desenvolver cadeias produtivas relevantes no setor petroquímico e na indústria naval, na esteira da expansão dos projetos de exploração, transporte e refino de hidrocarbonetos liderados pela Petrobrás ao longo da última década.

A tabela 3 a seguir apresenta a distribuição setorial dos projetos de IDE *greenfield* realizados nos estados da Federação no período 2003-2014, ilustrando as diferenças econômicas e institucionais discutidas antes.

TABELA 3

Os dez principais setores responsáveis pela atração de projetos de IDE *greenfield* nos estados da Federação (2003-2014)

(Em US\$ milhões)

Estados	Mineração e siderurgia	Indústria automobilística e autopeças	Comunicações	Carvão, petróleo e gás natural	Serviços financeiros	Alimentos e tabaco	Energias renováveis	Química	Máquinas e equipamentos	Celulose, papel e embalagens	Outros setores	Total
São Paulo	4.226,6	18.035,2	22.783,8	3.563,7	19.286,9	4.482,2	4.402,7	4.327,4	4.077,2	1.012,8	24.168,3	110.366,8
Rio de Janeiro	20.757,6	7.012,8	4.679,8	4.356,2	3.361,4	1.454,3	620,3	573,1	1.838,1	,0	6.331,9	50.985,3
Minas Gerais	19.025,4	8.160,9	749,1	5,6	11,7	1.803,3	1.967,7	227,6	902,8	1.464,1	3.382,8	37.700,8
Pernambuco	2.491,7	7.847,9	94,7	16.764,3	808,3	208,0	683,1	24,9	78,0	,0	2.687,6	31.688,6
Bahia	2.171,1	2.895,5	100,2	441,5	463,4	4.209,9	1.203,5	1.400,8	4,7	199,8	3.979,1	17.069,5
Paraná	1.453,3	4.640,6	1.798,1	,0	404,2	1.268,8	,0	498,0	760,3	366,6	2.833,4	14.023,3
Rio Grande do Sul	1.680,3	3.689,4	10,9	,0	404,2	2.294,8	951,2	239,6	1.399,5	,0	1.693,2	12.363,1
Pará	8.940,0	,0	,0	,0	11,7	1.129,6	471,5	14,4	2,0	,0	400,0	10.969,2
Ceará	6.070,8	429,3	399,3	,0	11,7	656,0	481,3	62,3	,0	,0	2.382,2	10.492,9
Goiás	4.850,8	1.720,6	,0	69,9	,6	479,9	471,5	1.459,3	48,9	,0	627,8	9.729,2
Mato Grosso do Sul	4.167,0	,0	,0	,0	5,9	1.087,3	448,4	,0	,0	2.098,3	125,3	7.932,3
Maranhão	7.217,7	,0	,0	375,9	,0	,0	,0	177,7	7,0	,0	62,7	7.841,1
Santa Catarina	2.241,4	1.158,7	10,9	,0	5,9	26,5	1.501,8	170,4	150,0	880,8	1.325,5	7.472,0
Amazonas	412,5	447,0	2.423,0	,0	11,7	624,9	,0	27,9	7,0	,0	2.744,5	6.698,6
Mato Grosso	1.803,4	,0	,0	,0	5,9	664,1	1.631,0	435,5	69,6	,0	3,9	4.613,4
Espírito Santo	1.159,4	521,6	8,0	1.177,0	,0	700,7	,0	132,2	174,6	,0	692,5	4.566,0
Distrito Federal	,0	,0	5,4	,0	394,8	1.268,2	,0	,0	,0	,0	232,5	1.900,9
Amapá	1.062,9	,0	743,6	,0	,0	,0	,0	,0	,0	,0	,0	1.806,5
Rio Grande do Norte	391,0	,0	,0	,0	7,0	13,7	944,4	,0	,0	,0	220,3	1.576,4
Paraíba	43,3	,0	743,7	3,5	,0	,0	,0	,0	,0	293,4	303,9	1.387,7
Rondônia	,7	,0	743,6	,0	,0	,0	341,6	,0	76,7	,0	131,0	1.293,6
Sergipe	482,7	,0	,0	441,4	,0	,0	,0	,0	,0	,0	132,3	1.056,4

(Continua)

(Continuação)

Estados	Mineração e siderurgia	Indústria automobilística e autopeças	Comunicações	Carvão, petróleo e gás natural	Serviços financeiros	Alimentos e tabaco	Energias renováveis	Química	Máquinas e equipamentos	Celulose, papel e embalagens	Outros setores	Total
Tocantins	,0	,0	,0	,0	5,9	111,3	471,5	28,5	,0	,0	285,1	902,3
Piauí	482,6	,0	,0	,0	,0	201,2	,0	,0	,0	,0	,0	683,8
Alagoas	,0	,0	,0	,0	5,9	,0	,0	62,3	,0	,0	406,8	475,0
Acre	,0	,0	,0	,0	,0	,0	,0	62,3	,0	,0	103,7	166,0
Total	91.132,2	56.559,5	35.294,0	27.199,0	25.206,9	22.684,9	16.591,6	9.924,2	9.596,3	6.315,8	55.256,2	355.760,7

Fonte: Adaptado de FDI Markets ([s.d.]).

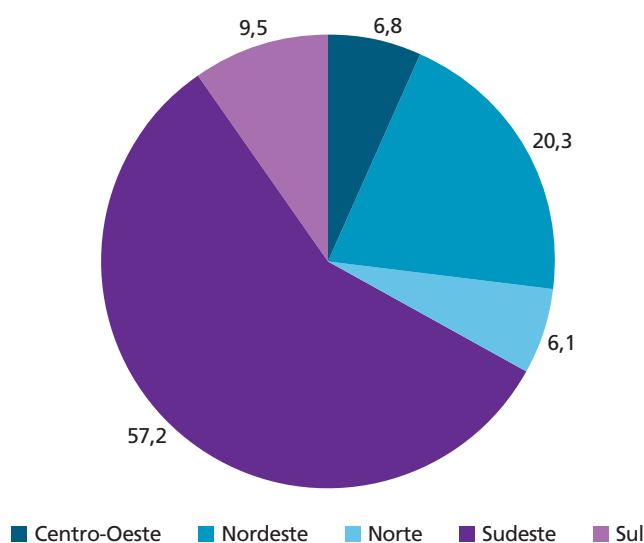
Observa-se que o estado de São Paulo, mesmo não sendo um polo significativo de atração de investimentos para setores primários, ainda ocupa a segunda posição no *ranking* das unidades da Federação que mais receberam IDE entre 2003 e 2013, graças à sua robusta capacidade de atração de capitais voltados às áreas automotiva e industrial (tabela 3). E mesmo para os estados fortemente concentrados na atração de investimentos em recursos naturais, tais como Rio de Janeiro, Pernambuco e Minas Gerais, outros setores tecnologicamente mais desenvolvidos também representam uma parcela significativa de seu IDE recebido no período, com destaque, mais uma vez, para o setor automotivo.

Em termos de distribuição regional, os fluxos de IDE *greenfield* destinados ao país nos últimos onze anos seguem um padrão similar ao da participação de cada região do país no PIB do país (gráfico 3). A maior parte desse capital estrangeiro (57,2%) concentrou-se na região Sudeste, que também responde por 55% da economia brasileira. Contudo, o Nordeste recebeu um volume de IDE no período significativamente maior que a sua participação no PIB, o que denota não apenas a relevância dos projetos de investimento das companhias do setor petrolífero no período recente, mas também a vitalidade da economia local comparativamente a outras regiões do Brasil.⁴

GRÁFICO 3

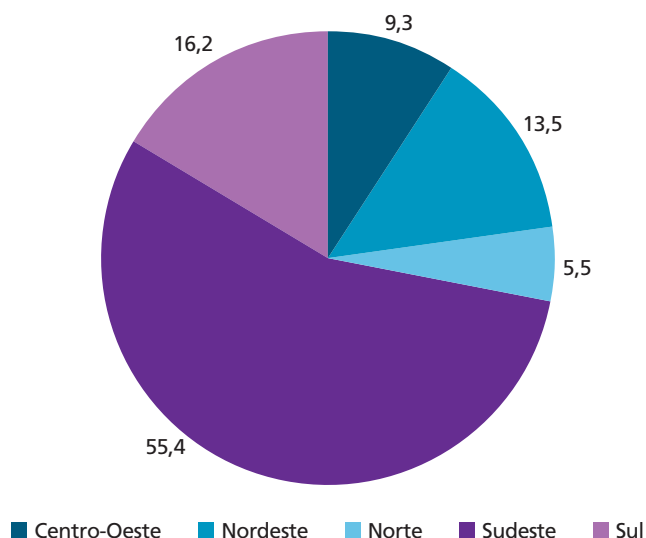
Comparativo entre a participação das regiões no volume total de IDE *greenfield* recebido pelo Brasil e sua parcela do PIB do país (2003-2014)

(Em %)

3A – Participação regional no IDE *greenfield* recebido pelo Brasil

4. Para uma discussão mais detalhada sobre a distribuição regional dos projetos de investimento direto estrangeiro no Brasil com foco na intensidade tecnológica dos setores industriais, ver Ribeiro e Silva Filho (2013).

3B – Participação regional no PIB brasileiro



Fonte: Adaptado de FDI Markets ([s.d.]).

Para além do capital investido pelas companhias multinacionais, uma parcela importante do investimento estrangeiro no Brasil concentra-se na aquisição de instrumentos financeiros, tais como ações, debêntures e outros títulos de dívida públicos e privados, emitidos tanto no mercado local quanto no exterior. A próxima seção analisa a evolução recente desses investimentos diante das mudanças ocorridas no marco regulatório nacional e no cenário internacional.

4 TRAJETÓRIA RECENTE DO INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM CARTEIRA (IEC) NO BRASIL

Embora de natureza mais volátil que o IDE, o investimento estrangeiro em carteira (IEC) no Brasil também manteve-se em patamares elevados no período recente, consistindo em uma importante fonte de financiamento das transações correntes do país. Mais importante, há uma evolução qualitativa nesses fluxos de investimento, que cada vez mais concentram-se em ativos de renda fixa e variável denominados em reais, o que contribui para reduzir os riscos de insolvência do país em um contexto de fuga de capitais decorrente de turbulências internacionais, tal qual o experimentado em 1998-99 (gráfico 4).

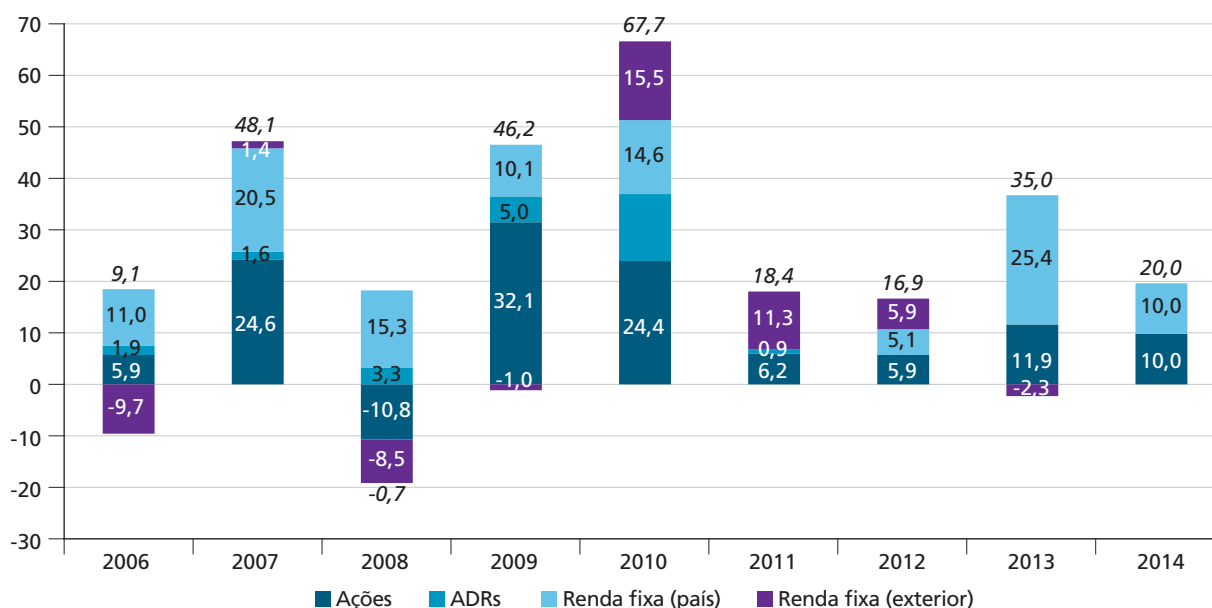
Como observa-se no gráfico 4, apenas no ano de 2008 o volume líquido de IEC recebido pelo Brasil foi negativo, em decorrência da crise internacional que desencadeou a liquidação de posições estrangeiras em ações de companhias nacionais e títulos privados denominados em dólar. Contudo, já no ano seguinte, o ingresso de capital estrangeiro para aquisição de ativos nacionais recobrou o patamar anterior e seguiu elevando-se até alcançar o pico de US\$ 67,7 bilhões em 2010.

Desde então, houve uma redução no ingresso desses investimentos, embora permaneça sua tendência de concentração em ativos denominados na moeda doméstica (ações e títulos de renda fixa negociados no Brasil). Comparativamente a 2003, quando apenas 38% do passivo externo do país consistia de papéis denominados em reais, hoje essa participação já alcança mais de 72%, o que também contribui para reduzir o risco de escassez de divisas, elevando a confiança dos investidores quanto à capacidade de solvência do país (Brasil, 2015).

GRÁFICO 4

Fluxo de IEC para o Brasil, em volume financeiro e finalidade (2006-2014)

(Em US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Dados para 2014 atualizados até outubro deste ano.

Obs.: 1. Valores em itálico correspondem ao volume líquido do investimento estrangeiro para cada ano.

2. O *american depositary receipt* (ADR) é o certificado emitido em bolsas de valores americanas que corresponde à ação de uma companhia brasileira.

Em termos de estoque de ativos financeiros nacionais em propriedade de não residentes, observa-se ao longo da última década não apenas uma expansão significativa em termos de volume, mas também mudanças na composição da carteira na direção de uma maior diversificação desses ativos. O estoque de investimentos estrangeiros em portfólio no país saltou de pouco mais de US\$ 15 bilhões em 2001 para alcançar quase US\$ 450 bilhões até o primeiro semestre de 2014. Grande parte dessa riqueza consiste de participações acionárias em companhias nacionais, cujo valor supera a marca de US\$ 200 bilhões desde 2009. Contudo, também há um volume cada vez mais significativo de ativos de renda fixa em propriedade dos investidores estrangeiros (que montava ao final do primeiro semestre de 2014 a cerca de US\$ 180 bilhões), além de outros títulos privados tais como debêntures e contratos de derivativos (tabela 4).

TABELA 4

Estoque de IEC no Brasil, em volume financeiro e modalidade de ativos (2001-2014)¹

(Em US\$ bilhões)

Ano	Renda fixa	Moedas de privatização ²	Ações	Derivativos	Debêntures	Outros	Valor total da carteira
2001	1,44	0,01	13,71	0,04	0,11	0,19	15,5
2002	2,24	0,01	7,77	0,24	0,12	0,02	10,4
2003	2,33	0,01	17,46	0,12	0,14	0,06	20,12
2004	2,41	0,00	26,19	0,32	0,07	0,08	29,07
2005	3,66	0,00	48,63	0,22	0,12	0,82	53,44
2006	17,16	0,00	83,00	0,45	0,33	0,68	101,6
2007	40,79	0,00	165,70	1,78	0,11	5,76	214,11

(Continua)

(Continuação)

Ano	Renda fixa	Moedas de privatização ²	Ações	Derivativos	Debêntures	Outros	Valor total da carteira
2008	43,66	0,00	71,36	2,45	0,39	5,24	123,09
2009	84,37	0,00	205,15	3,41	0,46	10,99	304,37
2010	119,28	0,00	254,20	3,77	0,57	2,89	380,71
2011	122,72	0,00	218,00	4,66	1,02	4,06	350,43
2012	156,43	0,00	231,30	3,03	1,95	5,94	398,65
2013	146,41	0,00	203,41	6,28	2,68	12,78	371,59
2014	180,47	0,00	231,64	15,76	3,04	15,54	446,49

Fonte: Banco Central do Brasil ([s.d.]).

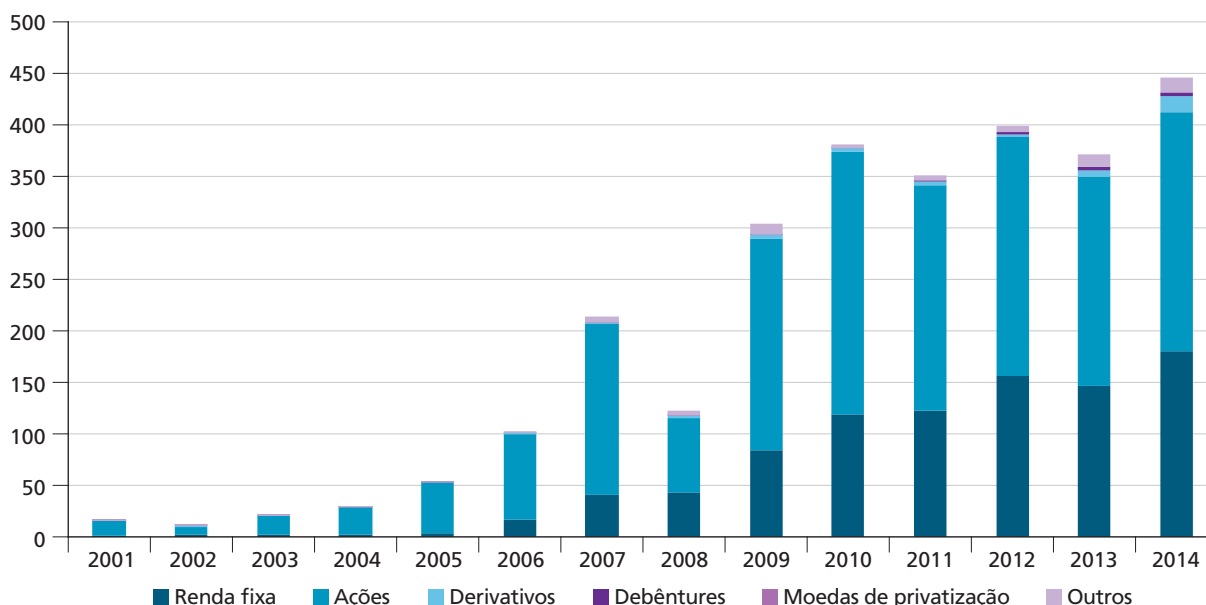
Notas: ¹ Dados atualizados até julho de 2014.² Moedas de privatização são títulos públicos de baixa liquidez e usualmente negociados com deságio nos mercados secundários, mas que são aceitos ao valor de face pelo governo para aquisição de ativos públicos alienados ao mercado.

Quanto à sua composição, o portfólio de investimentos estrangeiros no Brasil também modificou-se rapidamente ao longo da última década. Hoje o estoque de ativos nacionais de renda fixa (que incluem, sobretudo, títulos da dívida pública, mas tem tido participação crescente de títulos privados nos últimos anos) em propriedade de não residentes já se aproxima do montante alocado em ações de companhias brasileiras (tabela 4). Até 2006, estas respondiam por praticamente a totalidade da carteira de investimentos estrangeiros no país; porém, seu volume tem permanecido praticamente o mesmo desde 2009, restando a renda fixa como principal responsável pelo crescimento do estoque de IEC no Brasil a partir desse ano, como pode-se observar no gráfico 5 a seguir.

GRÁFICO 5

Estoque de IEC no Brasil, em volume financeiro e modalidade de ativos (2001-2014)¹

(Em US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil [s.d.].

Nota: ¹ Dados atualizados até julho de 2014.

Também é digno de nota o rápido crescimento do capital estrangeiro no mercado doméstico de derivativos, ainda que seu volume seja bastante pequeno comparado aos demais instrumentos de portfólio.

Grande parte dessa expansão tem como origem a busca pela proteção contra a volatilidade cambial, embora esta modalidade de investimento também possua, por vezes, um componente especulativo.⁵

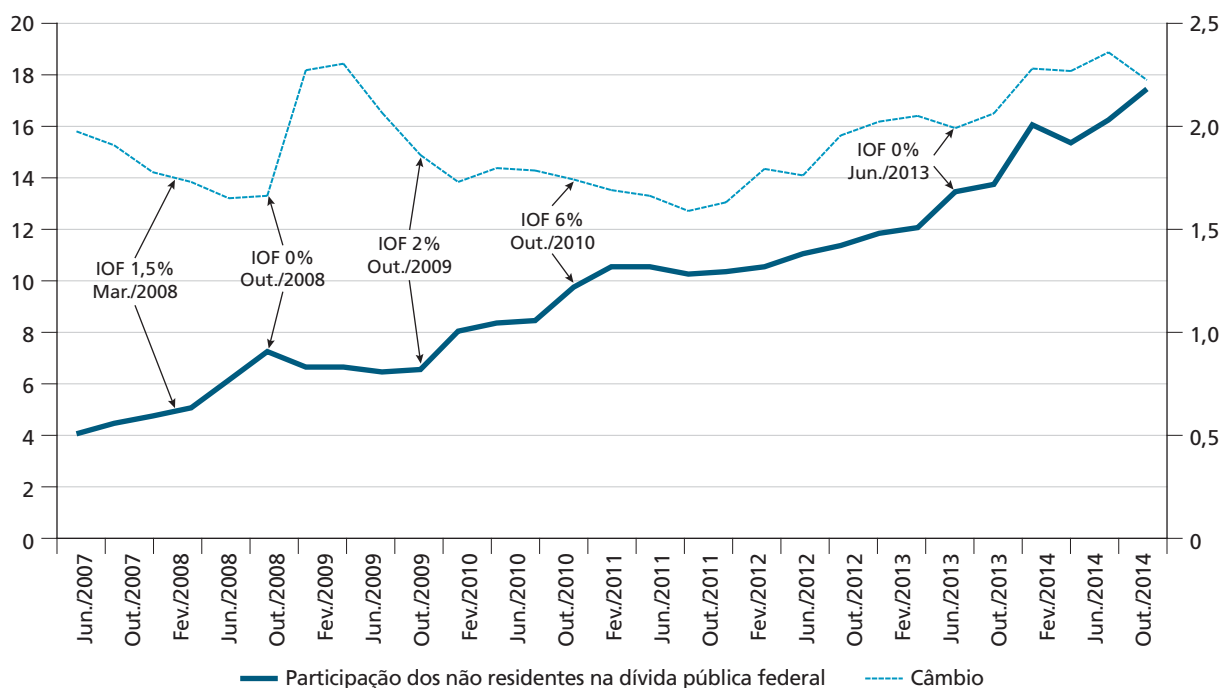
A importância do papel desempenhado pelos investidores estrangeiros na rolagem da dívida pública interna pode ser observada no gráfico 6 a seguir: mesmo com a introdução de restrições ao movimento de capitais a partir de 2008, visando evitar uma apreciação mais acentuada da moeda doméstica, a trajetória ascendente do estoque de títulos detidos por não residentes permanece praticamente inalterada. De uma participação de apenas cerca de 4% da dívida federal em junho de 2007, os investidores estrangeiros passaram a responder por quase 18% desse total ao final do primeiro semestre de 2014.

Em junho de 2013 o governo reduziu novamente a zero a alíquota de imposto sobre operações financeiras (IOF) que incidia sobre a entrada de capital estrangeiro no país, tornando assim os ativos domésticos mais atrativos no mercado internacional. Essa iniciativa contribuiu para a manutenção do fluxo de investimentos estrangeiros em carteira no país, em um contexto de agravamento da recessão no país e incertezas sobre a recuperação econômica mundial, aliado à perspectiva de elevação da taxa de juros nos Estados Unidos no futuro próximo.

GRÁFICO 6

Trajetória do câmbio e participação dos não residentes na dívida pública federal (2007-2014)

(Em R\$/US\$ e %)



Fonte: Banco Central do Brasil ([s.d.]).

Obs.: Escalas da participação percentual dos não residentes na dívida no eixo esquerdo e da taxa de câmbio média trimestral PTAX (taxa de referência do Banco Central calculada a partir da média das taxas empregadas nas transações diárias do mercado) no eixo direito.

Não obstante a deterioração das expectativas em relação à economia do país, os papéis emitidos pelo governo brasileiro permanecem bastante atrativos no mercado internacional, o que tem

5. Para uma análise do impacto do câmbio sobre as operações com derivativos das empresas exportadoras brasileiras em 2011 e das lições aprendidas após a crise cambial de 2008, que causou a quebra de grandes grupos nacionais e trouxe luz às práticas especulativas de suas tesourarias, ver Silva Filho (2013).

contribuído para manter a trajetória de elevação da participação de investidores estrangeiros na dívida pública federal. Segundo o dado mais recente do Banco Central do Brasil, os investidores não residentes já respondiam em novembro de 2014 por mais de 20% do estoque da dívida pública nacional (Brasil, 2015).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou analisar a trajetória recente do investimento estrangeiro realizado no Brasil, apontando alguns fatos estilizados e tendências aparentes para suas diversas modalidades nos próximos anos.

Não obstante a desaceleração econômica do país nos últimos anos, o fluxo de IDE tem se sustentado em patamares historicamente elevados, o que evidencia a atratividade do mercado brasileiro em médio prazo e a confiança dos investidores na capacidade de o país honrar seus compromissos internacionais. Contudo, uma análise mais detida sobre a trajetória do capital externo *greenfield* uma significativa redução do interesse das empresas em realizar projetos de expansão de sua capacidade produtiva no país a partir de 2011. Do que se infere que uma parcela cada vez maior do investimento realizado pelas empresas estrangeiras no Brasil tem se limitado a transferências de propriedade (fusões e aquisições) e ao fortalecimento do caixa das subsidiárias locais, refletindo uma percepção de deterioração dos riscos da atividade produtiva no país.

No lado financeiro, o estoque de investimento estrangeiro em ativos nacionais segue em franco crescimento, embora mudanças qualitativas também sejam perceptíveis no período recente. Em particular, enquanto o fluxo de investimentos em ações e ADRs de empresas brasileiras tenha se reduzido a partir de 2010, o interesse dos investidores estrangeiros por ativos de renda fixa segue crescente, já se aproximando em volume do estoque total de renda variável em posse de investidores estrangeiros. Essa mudança é reflexo tanto do aumento da taxa doméstica de juros, que ampliou seu diferencial em relação aos juros internacionais, tornando ainda mais atrativas as operações de *carry trade*,⁶ quanto da desaceleração da atividade econômica no país e da lenta recuperação no exterior, elementos que penalizam tanto as firmas brasileiras exportadoras quanto aquelas dependentes do mercado interno.

Apesar das limitações institucionais, dos riscos derivados da deterioração das contas públicas e do baixo nível de crescimento econômico nos últimos anos, há expectativa de que o ingresso de IDE para o Brasil mantenha-se elevado ao longo da próxima década. Isto porque, além de um movimento de consolidação nos setores de infraestrutura e produção de *commodities* do país, diversas empresas também vislumbram oportunidades de aquisição de ativos domésticos com o câmbio desvalorizado, assim como ativos públicos por meio dos programas de concessões retomados a partir de 2011.

Mesmo com a esperada inflexão na política monetária americana para o ano de 2015, permanece um grande volume de liquidez financeira mundial em busca de oportunidades de investimento com

6. Operações de *carry trade* visam retorno financeiro por meio da arbitragem entre moedas, e ocorre quando os diferenciais de juros entre o país onde será tomado o empréstimo e aquele onde o capital será investido superam os custos da transação financeira. No modelo mais simples de arbitragem, um investidor estrangeiro que deseja adquirir ativos no Brasil (ou seja, denominados em reais) vende dólares no mercado brasileiro, que são então adquiridos por um arbitrador e posteriormente revendidos ao Banco Central do Brasil em troca de reais. Assim, em princípio, o arbitrador não assume o risco cambial, obtendo seu retorno exclusivamente da diferença de preço entre o real e o dólar. Mas, na existência de um "cupom cambial" – um diferencial significativo entre o custo de captação da moeda no país e aquele no exterior –, então se torna possível realizar arbitragem também entre o mercado futuro de moedas e o *spot* (à vista), potencializando assim tanto a atividade especulativa quanto a exposição dos agentes ao risco cambial, uma vez que os contratos futuros são feitos por meio de instrumentos derivativos que possibilitam a alavancagem de posições.

maior retorno, que favorecem o ingresso de capital estrangeiro no Brasil. Ainda, espera-se que o processo gradual de ajuste da economia chinesa na direção da ampliação de seu mercado consumidor permita a sustentação dos preços das *commodities* em patamares historicamente elevados para os próximos anos, o que deve continuar a favorecer os investimentos no setor primário.

Assim, o país ainda poderia beneficiar-se da atual conjuntura externa para atrair capitais estrangeiros que suprissem uma parcela importante de suas necessidades de financiamento para expansão do investimento. Contudo, esses fatores *per se* ainda não são suficientes para assegurar a canalização dos vastos recursos disponíveis hoje nos mercados financeiros para o financiamento dos projetos de infraestrutura no Brasil. Diversos entraves econômicos e institucionais, como volatilidade do crescimento, insegurança jurídica e riscos cambiais e políticos, impedem que este movimento ganhe força maior no país, ensejando a necessidade de um ajuste macroeconômico vigoroso e de reformas institucionais que permitam ao país o melhor aproveitamento dessas condições favoráveis.

Cumprir notar que a trajetória pró-cíclica do IDE em relação ao PIB sugere uma concentração de projetos em setores voltados ao consumo interno, além da exploração de *commodities* cujos preços internacionais sofreram forte queda após a crise de 2008. Em ambos os casos, o padrão de inversão das empresas estrangeiras denota um padrão de inserção internacional do país que pode revelar características deletérias do ponto de vista das cadeias globais de valor. Ao se limitar à produção de bens e serviços finais ou de insumos básicos, o capital estrangeiro pode induzir um padrão de comércio internacional que mantém o Brasil a margem das cadeias globais de valor, cujas oportunidades econômicas demandam maior ênfase na produção e comércio de bens intermediários. Para alterar essa tendência, o país deveria buscar superar as atuais limitações de suas relações de comércio por meio da celebração de acordos bilaterais, além de uma participação mais efetiva e de liderança do Mercosul nas discussões com outros grandes blocos comerciais em formação, tais como a Parceria Transpacífico (Trans-pacific Partnership – TPP) e a Parceria Transatlântica de Comércio e Investimento (Transatlantic Trade and Investment Partnership – TTIP).

REFERÊNCIAS

- ACIOLY, L.; LIMA, L. A. F.; RIBEIRO, E. J. J. (Orgs.). **Internacionalização de empresas**: experiências internacionais selecionadas. Brasília: Ipea, 2011.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries temporais**. [S.l.]: [s.d.]. Disponível em: <www.bcb.gov.br>.
- BLONIGEN, B. A.; PIGER, J. **Determinants of foreign direct investment**. Cambridge: The National Bureau of Economic Research, 2011. (NBER Working Paper n. 16.704). 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/mYYJhz>>.
- BRASIL. Tesouro Nacional. Dívida pública federal brasileira. Brasília: Tesouro Nacional, jan. 2015. Disponível em: <<http://goo.gl/rSlir2>>.
- DE NEGRI, F.; CAVALCANTE, L. R. (Orgs.). **Produtividade no Brasil**: desempenho e determinantes. Brasília: ABDI; Ipea, 2014. v. 1.
- FDI MARKETS. **FDI into Brazil**: all sectors. [S.l.], 2013. Disponível em: <<http://www.fdimarkets.com>>.
- FROOT, K. A.; O'CONNELL, P. G. J.; SEASHOLES, M. S. The portfolio flows of international investors. **Journal of Financial Economics**, n. 59, p. 151-193, 2001.
- HUMANICKI, M.; KELM, R.; OLSZEWSKI, K. **Foreign direct investment and foreign portfolio investment in the contemporary globalized world**: should they be still treated separately? Warsaw: Narodowy Bank Polski, Economic, 2013. (NBP Working Paper, n. 167). Disponível em: <<http://goo.gl/6f8LvD>>.

ITAY, G.; RAZIN, A. **Foreign direct investment vs foreign portfolio investment**. Cambridge: The National Bureau of Economic Research, 2005. (Working Paper n. 11.047). Disponível em: <<http://goo.gl/Ca8ISH>>.

JONES, R. W. Globalization and the fragmentation of production. **Journal of Economics**, Seoul, v. 14, n. 1, p. 1-13, 2001.

MIHALJEK, D., PACKER, F. Derivatives in emerging markets. **BIS Quarterly Review**, Dec. 2010.

NONNENBERG, M. J. Participação em cadeias globais de valor e desenvolvimento econômico. **Boletim de Economia e Política Internacional**, n. 17, p. 29-46, maio/ago. 2014.

RIBEIRO, E. J. J.; SILVA FILHO, E. B. Investimento externo direto no Brasil no período 2003-2012: aspectos regionais e setoriais. **Boletim de Economia e Política Internacional**, n. 14, p. 29-46, maio/ago. 2013.

SILVA FILHO, E. B. Financiamento e exposição cambial das firmas brasileiras após a crise de 2008: condicionantes e impactos sistêmicos. *In*: CINTRA, M. A. M.; SILVA FILHO, E. B. **Financiamento das corporações: perspectivas do desenvolvimento brasileiro**. Brasília: Ipea, 2013. p. 193-231.

UNCTAD – UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. **Statistics**. [S.l.]: Unctad, [s.d.]. Disponível em: <<http://unctad.org/>>.

_____. **World investment report 2013**. Global value chains: investment and trade for development. New York; Geneva: United Nations, 2013.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

ALVES, A. G. M. P. As relações de investimento direto entre o Brasil e os países de seu entorno. *In*: ALVES, A. G. M. P. **Os BRICS e seus vizinhos: investimento direto estrangeiro**. Brasília: Ipea, 2014. p. 13-170.

BALDWIN, R. **Global supply chains: why they emerged, why they matter, and where they are going**. Centre for trade and economic integration. Oxford; Geneva: Geneva University; Oxford University, 2012; 2013. (CTEI Papers).

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Coordinated portfolio investment survey guide**. 2. ed. Washington: IMF, 2002. Disponível em: <<https://goo.gl/8FVOKZ>>.

_____. **The coordinated direct investment survey guide**. Washington: IMF, Mar. 2010. Disponível em: <<http://goo.gl/ghdnEF>>.

OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **OECD benchmark definition of foreign direct investment**. 4. ed. Paris: OECD, 2008. Disponível em: <<http://goo.gl/DzmF99>>.