

NOTA TÉCNICA

O COMPORTAMENTO E OS DETERMINANTES DAS REMESSAS DE LUCROS E DIVIDENDOS NO BRASIL

Fernando J. Ribeiro*
Leonardo Mello de Carvalho*

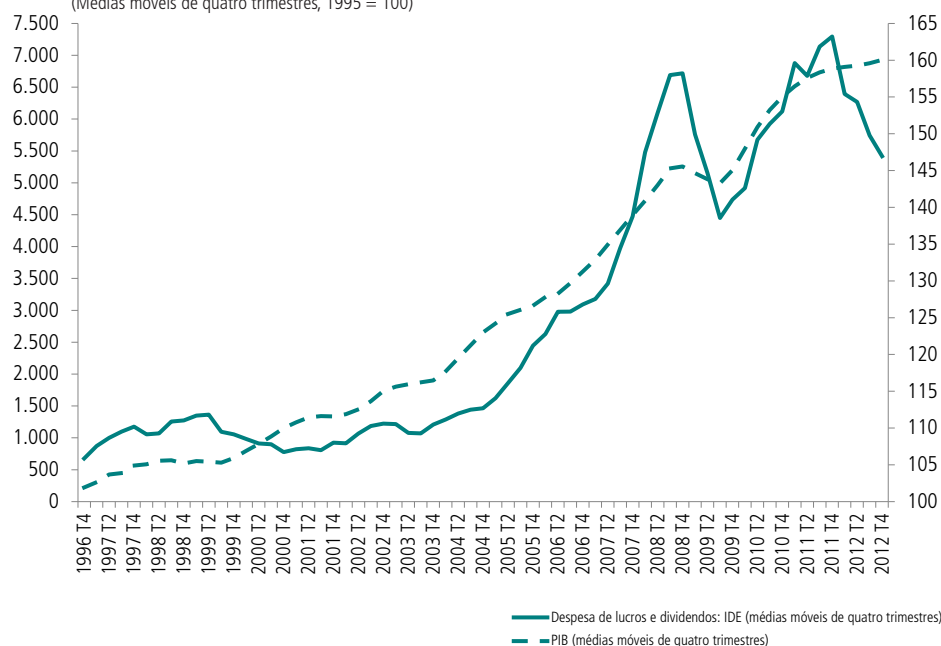
O déficit em transações correntes do país mostrou apenas um ligeiro aumento em 2012, na comparação com o ano anterior, a despeito da redução expressiva do saldo comercial. Isso só foi possível em virtude da queda de 36,8% nas remessas líquidas de lucros e dividendos, somando US\$ 24,1 bilhões. Este resultado causou certa surpresa, tendo em vista que foi o déficit mais baixo registrado desde 2007, contrariando a tendência de alta quase contínua observada nos últimos dez anos (excetuando-se o ano de 2009, marcado pela crise internacional).

É verdade que o resultado dessa conta foi beneficiado pelo excepcional crescimento das remessas do exterior para o país (alta de 159%, alcançando US\$ 4,5 bilhões), movimento que reflete o aumento recente dos investimentos brasileiros no exterior. Em termos absolutos, porém, a maior contribuição para a queda do saldo líquido veio mesmo da queda das remessas para o exterior (-28,4%, com redução absoluta de US\$ 11,4 bilhões), especialmente aquelas referentes aos lucros e dividendos remetidos por empresas estrangeiras que operam no país – relacionados aos fluxos de investimento direto estrangeiro (IDE) –, que tiveram queda de 25,8%, ou US\$ 7,5 bilhões. Houve redução expressiva também das remessas relacionadas aos investimentos estrangeiros em ações (-5,8%, ou -3,9 bilhões).

O gráfico 1 ilustra o movimento recente das remessas de lucros e dividendos relacionadas ao IDE e seu contraste com a trajetória verificada desde meados dos anos 1990, período em que os investimentos estrangeiros passaram a registrar volumes anuais mais expressivos. Queda semelhante à de 2012 havia ocorrido apenas em 2009, ano marcado por circunstâncias excepcionais derivadas da crise financeira internacional.

GRÁFICO 1
Despesas com remessas de lucros e dividendos (em US\$ milhões) relacionados ao IDE e índice do Produto Interno Bruto (PIB) trimestral

(Médias móveis de quatro trimestres, 1995 = 100)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB) e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Em teoria, quatro variáveis cumpririam papel relevante para explicar o comportamento das remessas de lucros e dividendos: *i)* o estoque de investimentos estrangeiros no país; *ii)* a evolução da atividade econômica doméstica; *iii)* a taxa de rentabilidade dos

* Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

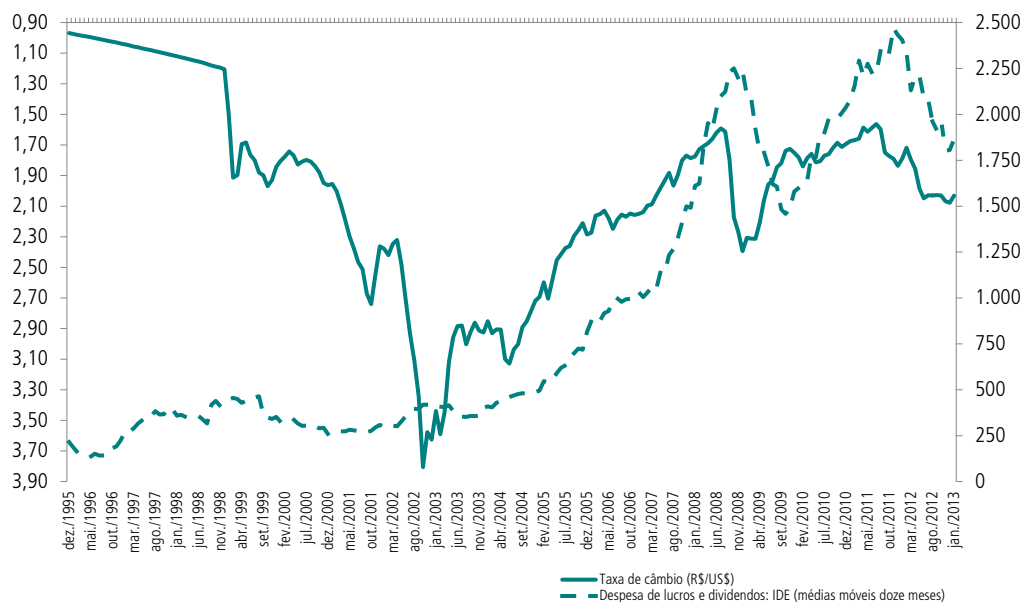
investimentos; e *iv*) a taxa de câmbio. Em uma perspectiva de longo prazo, as remessas deveriam crescer em linha com a expansão do estoque de investimentos e também com a atividade econômica. A taxa de rentabilidade tenderia a afetar os movimentos de mais curto prazo dessa variável, visto que o aumento da rentabilidade dos negócios, em um determinado período, poderia gerar um maior volume de remessas nos períodos imediatamente subsequentes. A taxa de câmbio também seria uma variável relevante, tal que, quanto mais valorizada estivesse a moeda nacional, maiores tenderiam a ser as remessas, e vice-versa. Esse efeito poderia ocorrer por dois mecanismos distintos. O primeiro mecanismo é direto: tendo em vista que os lucros e dividendos são gerados em reais, uma eventual valorização da moeda nacional tenderia a aumentar o valor em dólares das remessas, valendo também o raciocínio inverso. O segundo mecanismo relaciona-se ao desincentivo que uma desvalorização cambial traria para a realização das remessas, de modo que as empresas poderiam ser incentivadas a postergar tais remessas à espera de um câmbio mais favorável. É provável, também, que as remessas sejam impactadas pelas condições da economia mundial, especialmente nos países desenvolvidos, que são sedes da grande maioria das empresas estrangeiras que operam no Brasil.

A correlação entre as remessas de lucros e dividendos e o estoque de IDE é óbvia e imediata, sendo confirmada pelos dados. Entre 1995 e 2012, esse estoque¹ cresceu monotonicamente, acumulando alta de cerca de nove vezes, ao passo que as remessas de lucros, em valores anuais, tiveram crescimento de oito vezes, embora com as flutuações ilustradas no gráfico 1.

No que tange ao efeito da atividade econômica sobre as remessas, o gráfico 1 mostra que há uma visível correlação entre as remessas e o índice de PIB real do IBGE, ao longo do período 1996-2012, com ambas as variáveis sendo apresentadas em médias móveis de quatro trimestres. Quatro momentos merecem ser destacados. Primeiro, o período entre 1996 e 2002, em que as remessas oscilaram em torno de US\$ 1 bilhão ao mês, a despeito de o PIB ter crescido mais de 10% no acumulado do período. Segundo, o período que vai de 2003 a 2008, marcado por forte crescimento das remessas em consonância com a expansão do PIB. O terceiro momento importante foi o ano de 2009, em que houve pequena queda do PIB e forte redução das remessas, no contexto da crise internacional. E o quarto, o ano de 2012, em que as remessas caíram, apesar de o PIB ter crescido (ainda que lentamente) e de não ter havido eventos excepcionais no exterior.

O gráfico 2 ilustra o movimento das remessas (série mensal, em média móvel de doze meses) e da taxa de câmbio nominal entre o real e o dólar norte-americano (em escala invertida). O gráfico sugere uma correlação entre as variáveis no período que vai de 2003 a 2012, com as desvalorizações da moeda nacional ocorridas em 2009 e 2012 sendo acompanhadas por reduções das remessas. Já no período que vai de 1996 a 2002, uma possível interpretação é que a forte desvalorização da moeda nacional, principalmente a partir de 1999, teria contido a expansão das remessas, que de outra forma teria ocorrido em linha com o crescimento do PIB e do estoque de IDE.

GRÁFICO 2
Taxa de câmbio nominal (em R\$/US\$) e médias móveis em doze meses das despesas com remessas de lucros e dividendos relacionadas ao IDE (em US\$ milhões)



Fonte: BCB. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

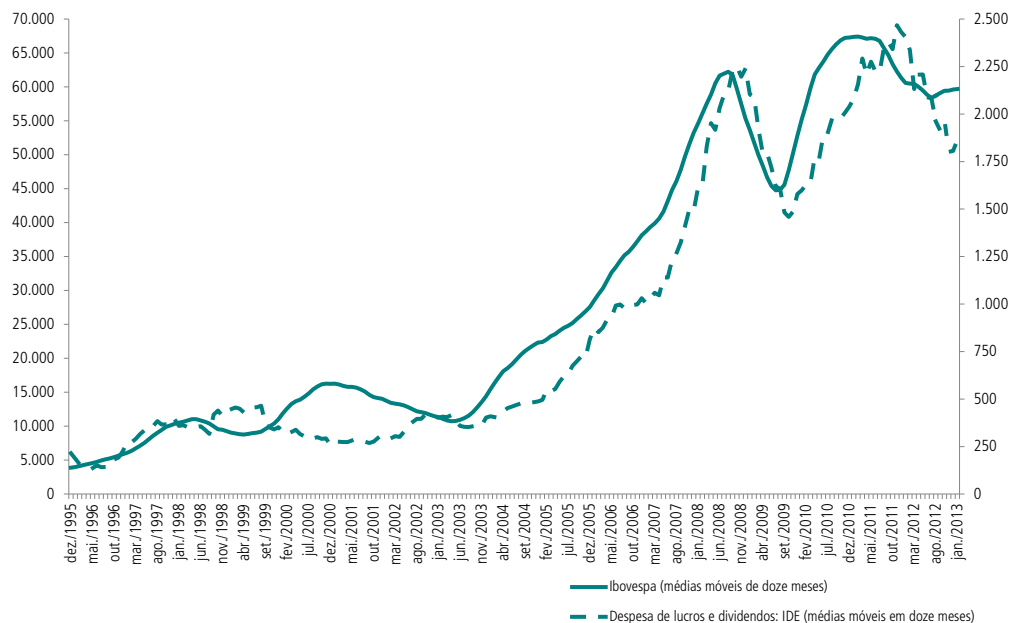
1. O estoque de IDE é construído com base no valor do estoque no final de 1995, conforme reportado pelo Censo de Capitais Estrangeiros do IBGE, a partir do qual se acumula mensalmente o valor das entradas de IDE reportadas pelas estatísticas de balanço de pagamentos do BCB. A mesma instituição divulga informações sobre a evolução trimestral do estoque (nas estatísticas de Posição Internacional de Investimento, modalidade passivos), combinando as estatísticas trimestrais de influxos de IDE do balanço de pagamentos com os dados de estoque de IDE reportados pelos Censos de Capitais Estrangeiros realizados em 1995, 2000, 2005 e 2010. O uso dessa série, contudo, ficou prejudicado por uma mudança na metodologia de apuração do estoque aplicada no Censo de 2010, que gerou uma descontinuidade na série, tornando os dados mais recentes não diretamente comparáveis com os dados anteriores a 2010.

Para captar o efeito da rentabilidade dos investimentos, uma opção comum na literatura é utilizar como *proxy* o índice de evolução das ações da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) Bovespa (Ibovespa). Naturalmente, esse indicador tem papel preponderante para explicar a evolução das remessas de lucros e dividendos referentes aos investimentos estrangeiros em ações, mas também pode explicar o comportamento das remessas referentes a investimentos diretos, uma vez que as cotações tendem a refletir a rentabilidade das empresas que operam no país. Os gráficos 3 e 4 ilustram a forte correlação entre o comportamento do Ibovespa e as remessas de lucros referentes a investimentos diretos e a investimentos em ações, que se mantem inclusive nos momentos de retração das remessas, em 2009 e 2012.

GRÁFICO 3

Despesas com remessas de lucros e dividendos relacionados ao IDE (em US\$ milhões) e Ibovespa

(Médias móveis de doze meses)

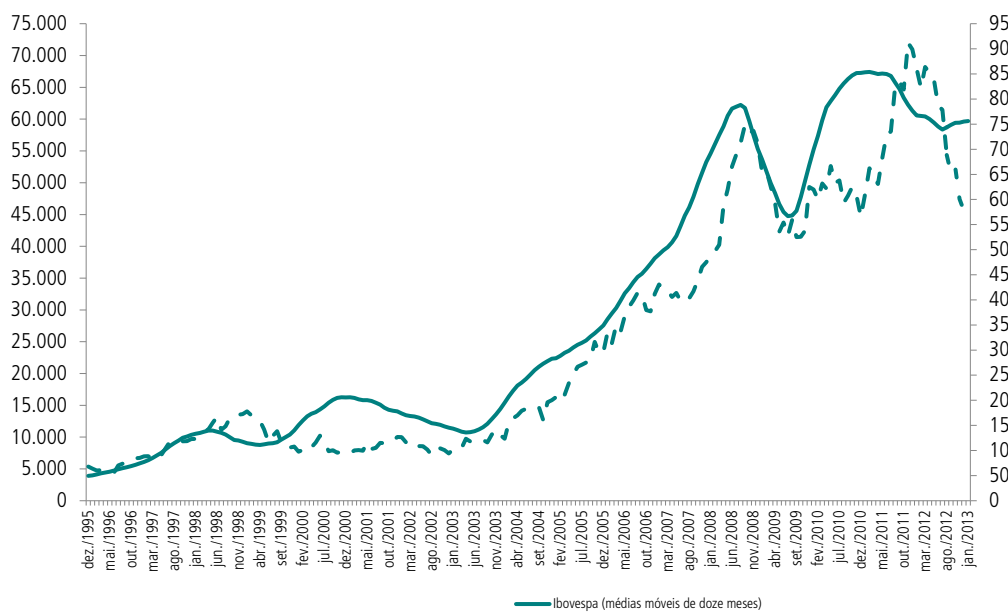


Fontes: BCB e BM&F Bovespa. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 4

Despesas com remessas de lucros e dividendos relacionados aos investimentos estrangeiros em ações (em US\$ milhões) e Ibovespa

(Médias móveis de doze meses)

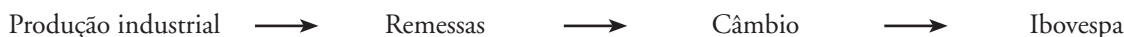


Fontes: BCB e BM&F Bovespa. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Para tentar analisar o comportamento das remessas de lucros referentes ao IDE e sua relação com as variáveis anteriormente destacadas, e levando-se em conta a presença de endogeneidade entre estas variáveis, optou-se pela estimação de um modelo autoregressivo vetorial (VAR) com periodicidade mensal. Além do grupo endógeno, composto pelas remessas

de lucros, pelo PIB,² pela taxa de câmbio e pelo Ibovespa, foram incluídas duas variáveis exógenas, buscando captar mudanças no cenário externo, quais sejam: o Índice de Gerentes de Compras Global – Global Purchasing Managers' Index (PMI) –, calculado pela JP Morgan e o Instituto Markit, que serve como termômetro para o desempenho agregado da produção industrial mundial; e o índice VIX, calculado pelo Chicago Board Options Exchange (CBOE), que procura medir o grau de incerteza na economia por meio da volatilidade do mercado de opções de ações.

Após a escolha do número ótimo de defasagens e da estimação do modelo,³ foi implementada a análise de resposta a impulso, que teve como objetivo medir o comportamento das remessas de lucros, em resposta a choques aplicados nela mesma e nas demais variáveis do modelo. Para isso, utilizou-se como método de identificação a decomposição recursiva de Cholesky, com as variáveis sendo ordenadas da seguinte maneira:



Esta ordenação do VAR implica que as remessas de lucros e os dividendos referentes ao IDE são afetados contemporaneamente por choques nela própria e na produção industrial, enquanto o impacto causado por movimentos não esperados nas demais variáveis ocorre com efeito defasado. Já o Ibovespa, por outro lado, é afetado contemporaneamente pelos choques em todas as variáveis. Os efeitos do impulso (em um período) de um desvio-padrão nos resíduos das equações da produção industrial, das remessas, do câmbio e do Ibovespa sobre a variável remessas são apresentados no gráfico 5. Pode-se observar que um choque na indústria gera um efeito estatisticamente diferente de zero, levando a um crescimento das remessas durante cinco trimestres consecutivos. Já o efeito de um choque na taxa nominal de câmbio provoca queda das remessas com duração de aproximadamente sete meses. Finalmente, choques na variável Ibovespa também afetam positivamente as remessas, sendo que este efeito é mais duradouro e ultrapassa um ano.

GRÁFICO 5A
Análise de resposta a impulso a choque de um desvio-padrão
(Resposta de remessas à produção industrial)

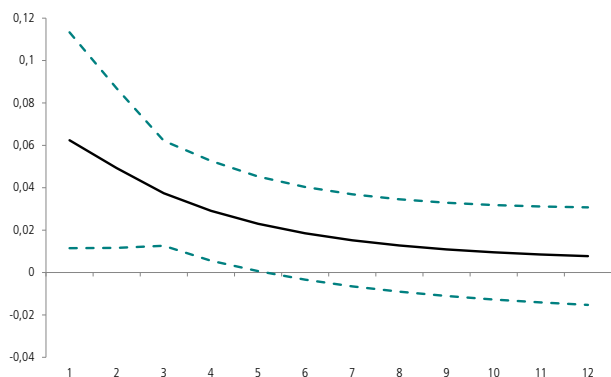


GRÁFICO 5B
Análise de resposta a impulso a choque de um desvio-padrão
(Resposta de remessas a remessas)

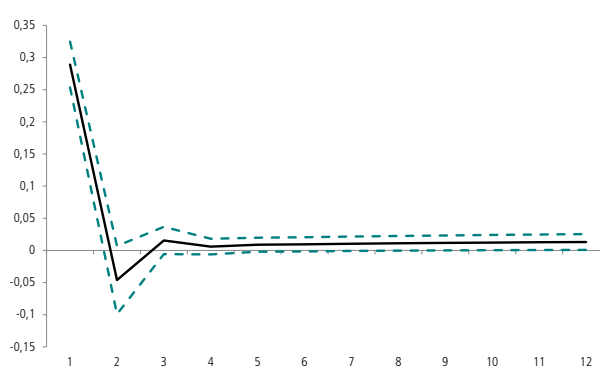


GRÁFICO 5C
Análise de resposta a impulso a choque de um desvio-padrão
(Resposta de remessas a câmbio)

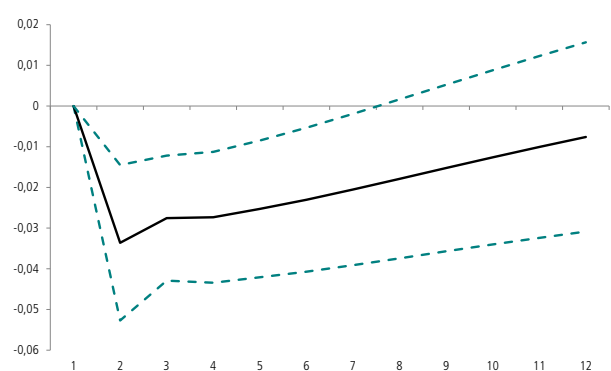
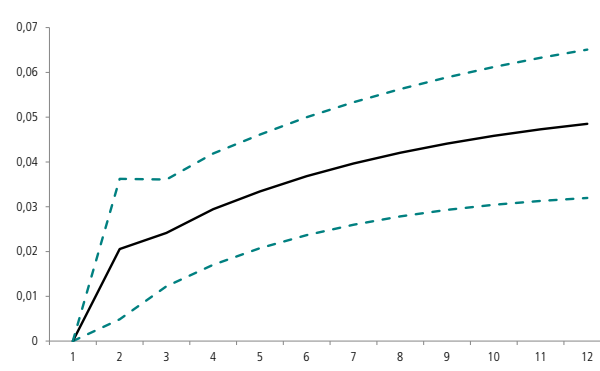


GRÁFICO 5D
Análise de resposta a impulso a choque de um desvio-padrão
(Resposta de remessas a Ibovespa)



Fonte e elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

2. Na ausência de uma medida mensal mais precisa para o PIB e levando-se em conta que o Índice de Atividade Econômica (IBC-Br), calculado pelo BCB, tem início somente em janeiro de 2003, utilizou-se como *proxy* o índice de produção industrial física medido pelo IBGE na pesquisa Produção Industrial Mensal-Produção Física (PIM-PF).

3. Os resultados da estimação, assim como os testes de diagnóstico e estabilidade, se encontram no apêndice A.

Esses resultados mostram que, conforme previsto pela teoria, as remessas respondem efetivamente ao comportamento da atividade econômica, da rentabilidade e da taxa de câmbio, com os sinais corretos. É importante avaliar, ainda, a importância relativa de cada uma dessas variáveis, para explicar as variações das remessas. Isso pode ser feito por meio da chamada análise de decomposição de variância. Uma vez que, ao longo da amostra, os erros de previsão n passos à frente podem ser calculados em função dos choques associados a cada uma das variáveis, é possível medir em qual proporção os movimentos de uma determinada variável são explicados pelos seus próprios choques e pelos choques nas demais variáveis.

Conforme pode ser observado na tabela 1, a variabilidade do erro de previsão três meses à frente das remessas de lucros e dividendos, por exemplo, é explicado em 89% pelos choques da própria variável. Neste horizonte de previsão, enquanto a produção industrial respondeu por 9,0% da variância total do erro, a taxa de câmbio e o Ibovespa tiveram pouca influência, com participação de 2,0% e 1,0%, respectivamente. No entanto, conforme o horizonte de previsão aumenta, estas duas variáveis apresentam um crescimento na influência sobre os movimentos das remessas, com destaque para o Ibovespa, que responde por 13,8% da variância do erro de previsão doze meses à frente. Enquanto a taxa de câmbio dobra a sua participação, chegando a 4,3%, a indústria se mantém estável ao longo do horizonte de previsão.

TABELA 1
Análise de decomposição de variância
(Em %)

Meses à frente	Remessas	Produção Industrial	Câmbio	Ibovespa
3	89,0	9,0	2,0	1,0
6	83,0	9,1	3,7	4,2
9	78,0	9,0	4,3	8,7
12	73,4	8,6	4,3	13,8

Fonte e elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Em vista desses resultados, fica claro que a redução das remessas observada em 2012 relaciona-se à desaceleração da atividade econômica (mais especificamente, à queda da produção industrial), à redução das ações na Bovespa e à desvalorização do câmbio, verificada no segundo semestre do ano. Considerando a provável reversão de tendência dessas variáveis em 2013 – com efeito, o câmbio já teve alguma apreciação e a produção industrial está se recuperando –, pode-se esperar que as remessas de lucros voltem a crescer, possivelmente retornando à sua tendência prévia.

3) Normalidade

a) Teste Jarque-Bera

Variável	Estatística	Valor-p (Chi ²)	skewness	kurtosis
u1	194.8713	0.0000	-0.6125	8.8250
u2	3.0369	0.2190	0.1642	3.6666
u3	6.2402	0.0442	0.3501	3.8027
u4	6.1558	0.0461	-0.3271	3.8315

TESTES DE ESTABILIDADE

GRÁFICO A1A
Teste Cumulative Sum Control Chart (Cusum)

Estatística Cusum para a equação da produção industrial

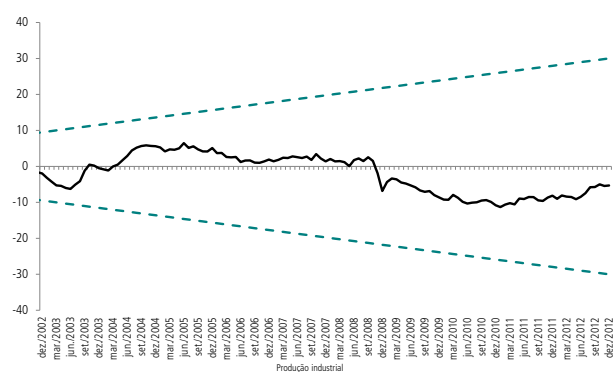


GRÁFICO A1B
Teste Cumulative Sum Control Chart (Cusum)

Estatística Cusum para a equação de remessas

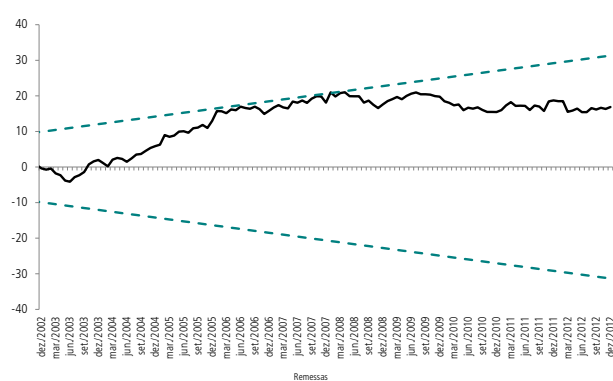


GRÁFICO A1C
Teste Cumulative Sum Control Chart (Cusum)

Estatística Cusum para a equação de câmbio

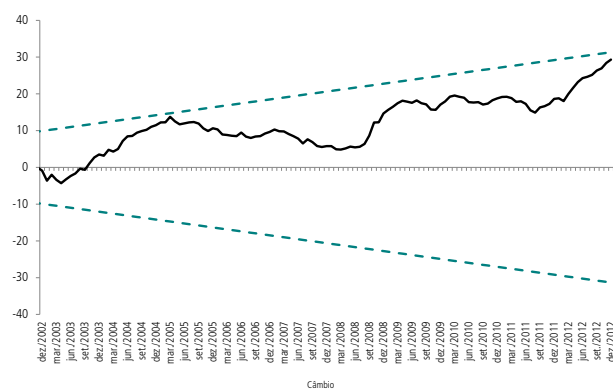
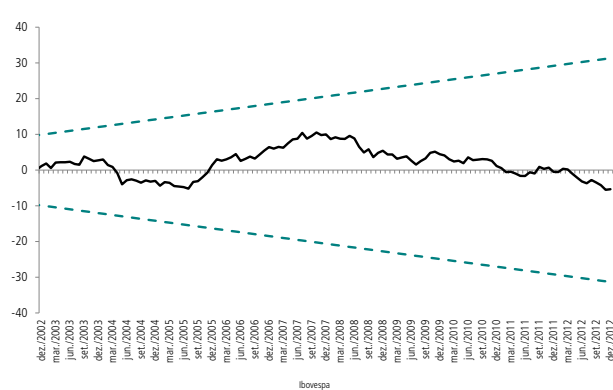


GRÁFICO A1D
Teste Cumulative Sum Control Chart (Cusum)

Estatística Cusum para a equação do Ibovespa



Fonte e elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO A2A

Estimativas recursivas dos coeficientes na equação de remessas

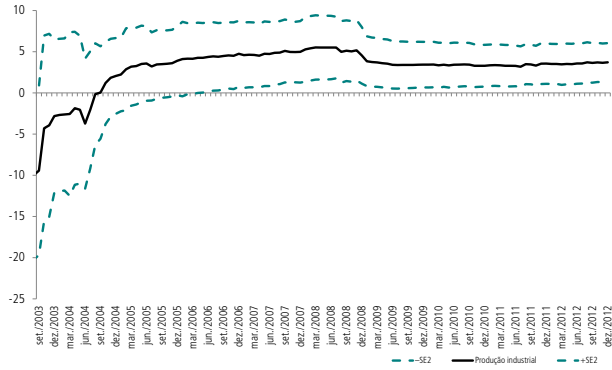


GRÁFICO A2B

Estimativas recursivas dos coeficientes na equação de remessas

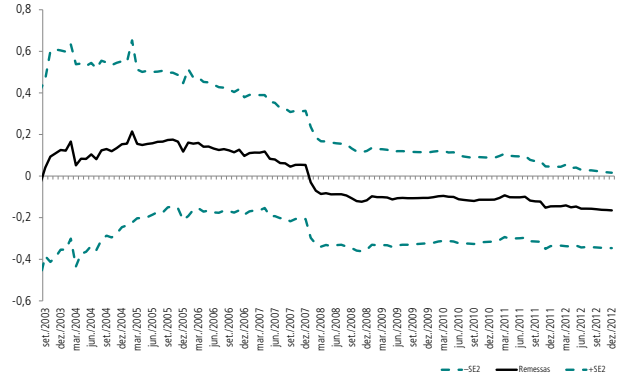


GRÁFICO A2C

Estimativas recursivas dos coeficientes na equação de remessas

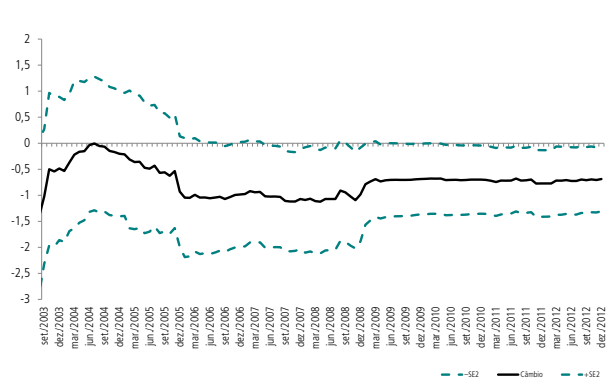
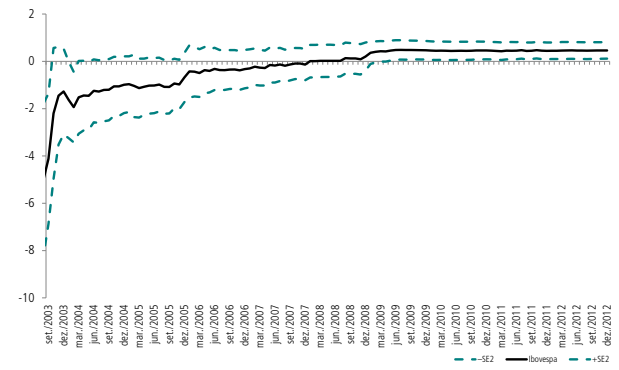


GRÁFICO A2D

Estimativas recursivas dos coeficientes na equação de remessas



Fonte e elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

