

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A PASSAGEM DO REGIME MONETÁRIO DE ÂNCORA CAMBIAL PARA METAS DE INFLAÇÃO E SEU IMPACTO SOBRE O INGRESSO DE INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS: Uma análise da economia brasileira no período 1995 – 2004.

VIVIAN HETTERICH

Florianópolis, agosto de 2006

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir nota 9,0 à aluna VIVIAN HETTERICH na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca examinadora:



Prof. Fernando Seabra
Presidente



Prof. Roberto Meurer
Membro



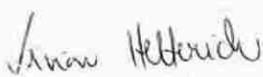
Prof. Luiz Carlos de Carvalho Júnior
Membro

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A PASSAGEM DO REGIME MONETÁRIO DE ÂNCORA CAMBIAL PARA METAS DE INFLAÇÃO E SEU IMPACTO SOBRE O INGRESSO DE INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS: Uma análise da economia brasileira no período 1995 – 2004.

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para a obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 – Monografia

Por: Vivian Hetterich

Assinatura: 

Orientador: Prof. Fernando Seabra

De acordo:

Área de Pesquisa: Macroeconomia

Palavras - Chaves:

1. Regimes Cambiais
2. Investimento Estrangeiro
3. Análise de Séries Temporais

Florianópolis, agosto de 2006.

Certeza
De tudo, ficaram três coisas:
A certeza que estamos sempre começando
A certeza que precisamos continuar
A certeza que seremos interrompidas antes de terminar

Portanto, devemos:
Fazer da interrupção um caminho novo
Da queda um passo de dança
Do medo, uma escada
Do sonho, uma ponte
Da procura, um encontro

Fernando Pessoa

AGRADECIMENTOS

Ao meu pai que, mesmo não estando mais presente, foi meu incentivador através de todos os valores e ensinamentos deixados;

À minha mãe que tornou este sonho possível;

Aos meus amigos e professores que me ensinaram, me incentivaram e acreditaram nas minhas realizações;

Ao meu orientador pelas horas despendidas, pela paciência e principalmente pelo conhecimento.

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS.....	5
LISTA DE TABELAS.....	6
RESUMO.....	7
<u>CAPÍTULO I</u>	
1 INTRODUÇÃO.....	8
1.1 O PROBLEMA.....	9
1.2 OBJETIVOS.....	10
1.2.1 Objetivo Geral.....	10
1.2.2 Objetivos Específicos.....	10
1.3 METODOLOGIA.....	11
<u>CAPÍTULO II</u>	
2 FORMULAÇÃO DE POLÍTICAS MONETÁRIAS.....	12
2.1 OBJETIVOS DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	13
2.2 ESTRATÉGIAS DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	14
2.2.1 O Problema da Inconsistência Temporal.....	17
2.3 ESTRATÉGIAS DE COMBATE À INFLAÇÃO E PROPULSORAS DE ESTABILIDADE ECONÔMICA.....	18
2.3.1 Fatores determinantes à adoção de Regimes Cambiais.....	19
2.3.1 Âncora Cambial.....	22
2.3.3 Metas de Inflação.....	23
2.3.4 Principais Benefícios e Desvantagens da adoção dos Regimes de controle inflacionário: Uma análise comparativa entre o Regime de Metas de inflação e Âncora Cambial.....	24
<u>CAPÍTULO III</u>	
3 INVESTIMENTO ESTRANGEIRO NO BRASIL: DEFINIÇÕES, DETERMINANTES E EVIDÊNCIA HISTÓRICA.....	28
3.1 A PASSAGEM DO REGIME MONETÁRIO DE ÂNCORA CAMBIAL PARA O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO A PARTIR DA IMPLEMENTAÇÃO DO PLANO REAL.....	28
3.2 INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO (IDE) E INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM PORTFÓLIO (IPE): CONCEITOS E DEFINIÇÕES.....	36

3.3 OS DETERMINANTES DOS INVESTIMENTO ESTRANGEIROS.....	37
3.3.1 O importante papel do risco e da incerteza nas decisões de investimento dos agentes	39
3.4 O INGRESSO DE INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS NA ECONOMIA BRASILEIRA: 1995 –2004.....	42

CAPÍTULO IV

4 EVIDÊNCIA EMPÍRICA.....	49
4.1 MODELO ECONOMETRICO E RESULTADOS ESPERADOS.....	49
4.2 DESCRIÇÃO DOS DADOS.....	52
4.3 RESULTADOS.....	53
4.3.1 Modelo 1: Estimação do Investimento Estrangeiro em Portfólio (IPE).....	54
4.3.2 Modelo 1: Estimação do Investimento Estrangeiro Direto (IDE).....	58

CAPÍTULO V

5 CONCLUSÃO.....	60
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	61

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 : Estratégias do Banco Central (Bacen).....	14
Figura 2: Possibilidades de Regimes Cambiais.....	21
Figura 3: Evolução IGP-DI de Jan/1994 a Jan/2005.....	31
Figura 4: Evolução da Balança Comercial Brasileira 1990- 2004.....	35
Figura 5: Metas estabelecidas e Inflação observada: 1999 –2004.....	43
Figura 6: Fluxos líquidos de Capitais 1991- 1994 (Principais modalidades).....	45
Figura 7: Evolução do Ingresso de IDE e IPE : 1995 – 2004.....	47
Figura 8: Variabilidade das Taxas de juros e Câmbio 1995- 2004.....	51

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 : Contas Externas Brasileiras (Médias anuais em bilhões de US\$).....	45
Tabela 2: Resumo dos Resultados da Regressão: Variável dependente IPE.....	54
Tabela 3: Resumo dos Resultados da Regressão: Variável dependente IDE.....	56

RESUMO

O objetivo principal deste trabalho é a verificação da influência das alterações dos regimes cambiais sobre o ingresso de fluxos de investimentos estrangeiros para a economia brasileira no período de 1995-2004. Para tal, partiu-se de uma revisão teórica evidenciando as possibilidades e os principais pontos que devem ser considerados pelas autoridades monetárias quanto à adoção de regimes monetários. Posteriormente foram analisados os aspectos de implantação dos regimes monetários de âncora cambial e metas de inflação na economia brasileira relacionando-os com o comportamento do ingresso de investimentos estrangeiros neste mesmo período. A comprovação empírica foi realizada com base em modelos de regressão onde foram constatados diferentes resultados para o caso do investimento de portfólio e investimento estrangeiro direto. Conforme o esperado os investimentos estrangeiros de portfólio mostraram-se mais sensíveis às variáveis de risco incluídas neste modelo.

CAPÍTULO I

1 INTRODUÇÃO

Cada vez mais questões a respeito da adoção de regimes cambiais e políticas monetárias permeiam os debates da teoria macroeconômica. Para CANUTO (2002) ao adotar uma estratégia monetária e cambial espera-se que tal escolha tenha contribuição efetiva para a estabilidade de preços, atração de investimento internacional e também que influencie de forma favorável o comércio internacional.

Observa-se que quando as economias estão em processos inflacionários crônicos há a adoção de regimes cambiais mais rígidos como meio de controle do nível de preços. No entanto tal adoção normalmente acaba gerando desequilíbrios macroeconômicos, fazendo com que os regimes passem para uma modalidade mais flexível.

Durante a década de noventa observaram-se crises cambiais em diversas economias emergentes, fazendo com que estas alterassem seus regimes de câmbio. Na maioria dos casos as variações foram ocasionadas por ataques especulativos, fazendo com que a moeda local sofresse desvalorização frente ao dólar e o câmbio passasse a ser conduzido de maneira mais flexível – Em alguns casos, completamente flutuante. Tal “afrouxamento cambial” fez com que as políticas de combate à inflação, adotadas em alguns países e inicialmente baseadas na âncora cambial, passassem a ser executadas através do cumprimento de metas de inflação (“*inflation targeting*”).

A Economia brasileira observou sua moeda depreciar-se fortemente no início de 1999. A situação de paridade cambial era insustentável dada a diferença de competitividade entre as economias brasileira e americana. As importações aumentaram consideravelmente, assim como a utilização de serviços internacionais, deteriorando a situação das balanças comercial e de serviços. A paridade real-dólar, garantida pela queima de grande quantidade de reservas adquiridas por empréstimos internacionais, foi extinta logo após a reeleição do presidente Fernando Henrique Cardoso ao final de 1998. Além do Brasil, também sofreram crises cambiais: Tailândia, Indonésia, Coréia do Sul, Rússia e mais recentemente a Argentina.

1.1 O PROBLEMA

A intensificação da globalização financeira e de alteração na legislação de capitais externos na economia brasileira nesse período facilitou o acesso dos capitais internacionais. O presente trabalho pretende compreender se a alteração dos regimes cambiais, mais especificamente a passagem do controle de preços via âncora cambial para o sistema de metas de inflação observado no Brasil durante a década de 90, influenciou o fluxo de investimentos internacionais e buscar as causas da confirmação ou não desta hipótese. No sistema de âncora cambial a moeda local é ancorada a alguma mercadoria comercializada internacionalmente ou a uma moeda cuja economia apresenta baixos índices de inflação, enquanto no regime de metas o Banco Central centra a política monetária no cumprimento da meta pré-estabelecida. A taxa de câmbio, no segundo caso, é regulada pelo mercado¹. Pretende-se também perceber se os efeitos gerados pela variação da política monetária são igualmente absorvidos por todas as modalidades de investimentos internacionais: em portfólio e no setor produtivo.

Juntamente com a alteração de tais regimes, há outros fatores que compõem o modelo dos principais determinantes macroeconômicos do fluxo de investimentos internacionais: risco país, nível da taxa de juros, taxa de câmbio, produto. Espera-se que quanto maior nível de risco - calculado pelas agências de rating - menor o fluxo de investimentos estrangeiros observado e quanto maior a taxa de juros, maior o nível de investimentos, já que estes são atraídos por maiores rentabilidades. No que se refere à variação dos regimes cambiais, espera-se que a passagem do sistema de âncora cambial para o regime de metas da inflação influencie o nível de investimentos externos através da diferente conjuntura econômica gerada nos dois sistemas.

¹ Equilíbrio entre oferta e demanda. Quando a oferta de dólares supera a demanda, a moeda local aprecia-se em relação ao dólar.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Verificar a influência da adoção do sistema de metas de inflação para controle do nível de estabilidade econômica em substituição ao regime via âncora cambial sobre o ingresso de investimentos internacionais na economia brasileira no período de janeiro de 1995 a dezembro de 2004.

1.2.2 Objetivos Específicos

- i) Identificar os principais instrumentos de política monetária de controle inflacionário e de estabilidade macroeconômica apontando seus principais mecanismos de funcionamento enfatizando os regimes de metas de inflação e âncora cambial;
- ii) Estimar um modelo de determinantes macroeconômicos para o investimento internacional para a economia brasileira no período de janeiro de 1995 a dezembro de 2004 baseado em variáveis proxies do nível de risco e instabilidade econômica;
- iii) Avaliar se há distinção na composição da carteira de investimento externo (portfólio e investimento direto) em situação com maior variabilidade da taxa de câmbio (regime de metas inflacionárias) e em situação com maior variabilidade de juros (âncora cambial).

4 METODOLOGIA

A análise da influência da variação dos regimes de combate à inflação sobre o fluxo de investimento externo foi realizada, inicialmente, com base em publicações teóricas que exprimem as diferenças entre tais regimes bem como as possibilidades de formulação de política monetária. Para isso, foram utilizados artigos e publicações científicas disponibilizadas pelo National Bureau of Economic Research (NBER), Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco Central do Brasil e também através de livros e artigos acadêmicos. O período selecionado para a análise está compreendido entre 1995 e 2004, abrangendo simetricamente período de âncora cambial e de metas de inflação.

Paralelamente a isto foi realizada uma pesquisa teórica a respeito dos investimentos internacionais, identificando sua definição e seus principais determinantes com o objetivo de fundamentar o modelo empírico.

Apesar deste arcabouço teórico, o presente trabalho possui natureza quantitativa já que a comprovação ou não das hipóteses será feita com base em estudos econométricos. As séries necessárias para a comprovação empírica são: taxa de juros, variabilidade de juros, taxa de câmbio, variabilidade de câmbio, risco-país, inflação, investimento estrangeiro direto e investimento estrangeiro em portfólio. Tais dados, de natureza secundária, serão obtidos nos sites do Banco Central brasileiro e em outras instituições de pesquisa.

Esta pesquisa aplicada pretende compreender os desenvolvimentos teóricos já realizados para investigar, primeiramente, se há influência do sistema adotado para controle de preços sobre o fluxo de investimentos internacionais e, posteriormente, seu mecanismo de transmissão.

A comprovação empírica será feita com base em um modelo de regressão, onde as variáveis descritas acima serão utilizadas como proxy do nível de instabilidade e risco da economia brasileira.

CAPÍTULO II

2 FORMULAÇÃO DE POLÍTICAS MONETÁRIAS

Desde as décadas das grandes guerras e principalmente nos anos posteriores à Segunda Guerra Mundial, quando boa parte dos países envolvidos apresentava elevados índices de inflação, observou-se ascendente preocupação por parte dos governos e Bancos Centrais com o controle do nível de preços e aumento da estabilidade econômica. De fato, a estabilidade monetária – que inclui não apenas a estabilidade de preços e de taxas de juros, mas também a consolidação das instituições monetárias (como o próprio banco central) – influencia decisivamente na manutenção do poder de compra dos agentes econômicos, diminuindo a importância de conflitos distributivos, e na melhoria do clima para investimento na economia local. Dado a importância da política monetária sobre este último aspecto (atração de capitais), neste capítulo procede-se uma revisão das principais alternativas de política monetária evidenciando os regimes de âncora cambial e de metas de inflação adotados na economia brasileira no período analisado neste trabalho.

2.1 OS OBJETIVOS DE POLÍTICA MONETÁRIA

Para MISHKIN (1999) a política monetária possui basicamente seis objetivos: (a) alto nível de empregos, (b) crescimento econômico, (c) estabilidade de preços, (d) estabilidade da taxa de juros, (e) estabilidade dos mercados financeiros e (f) estabilidade nos mercados de câmbio estrangeiros. Com taxas de desemprego mais baixas² a miséria e a criminalidade humana

² Um baixo nível de desemprego é desejável, mas isso não significa que a taxa deve ser igual a zero. Deve considerar o pleno emprego dos fatores, onde são admissíveis o desemprego friccional (considera o tempo que o trabalhador leva para mudar de posto de trabalho) e o estrutural (reflete uma combinação inadequada entre demanda por mão-de-obra qualificada e a indisponibilidade desta por parte dos trabalhadores).

diminuem. Reduz-se também o nível de ociosidade da economia – causadora de perda de produção - gerando um produto interno bruto (PIB) mais elevado. A manutenção de baixo desemprego está intimamente ligada ao objetivo de crescimento econômico. Quando há crescimento as empresas dispõem-se a comprar maior quantidade de máquinas e contratam mão-de-obra, reduzindo o desemprego.

Um nível ascendente de preços deixa o ambiente econômico incerto, diminuindo as chances de crescimento. Por isso as autoridades monetárias devem preocupar-se com a estabilidade de preços. O mesmo acontece com as taxas de juros: se as taxas têm grande variação os hábitos de consumo e de investimento ficam prejudicados no longo prazo. Há a impossibilidade de planejamento.

As crises no mercado financeiro podem prejudicar a canalização de recursos para os agentes deficitários que estão interessados em realizar investimentos, gerando grande contração nas taxas de crescimento da economia.

Considerando a crescente importância do comércio internacional, os bancos centrais devem preocupar-se também com a taxa de troca de sua moeda. Uma elevação do preço da moeda local em relação a alguma outra, por exemplo, torna as empresas internas menos competitivas no exterior, gerando uma perda na balança comercial e no balanço de pagamentos.

Em suma, as ações de política monetária deverão estar concentradas na redução da instabilidade das variáveis macroeconômicas garantindo um ambiente favorável para a atuação dos agentes, melhoria do comércio internacional, atração de investimentos estrangeiros e também a diminuição da vulnerabilidade externa.

2.2 ESTRATÉGIAS DE POLÍTICA MONETÁRIA

Apesar dos Bancos Centrais desejarem atingir algum(s) desse(s) objetivo(s), tais variáveis não podem ser controladas diretamente pelas autoridades monetárias, restando-lhes fazer uso dos mecanismos disponíveis ³ para que as metas estabelecidas sejam cumpridas após certo espaço de tempo.

³ Os principais mecanismos dos Bancos Centrais para realização de política monetária são as operações de mercado aberto, o controle da taxa de redesconto e do nível de reservas compulsórias.

Para solucionar este problema os bancos centrais devem adotar uma estratégia para alcançar seus objetivos: Após ter decidido sobre seus principais objetivos a autoridade monetária deverá selecionar metas intermediárias, tais como os agregados monetários ou as taxas de juros, que possuem efeito maior sobre o objetivo principal. Porém, tais metas intermediárias também não podem ser diretamente controladas pelos instrumentos de política monetária, restando ao Banco Central definir metas operacionais. A estratégia da autoridade monetária pode ser visualizada na figura abaixo:

Instrumentos Bacen → Metas Operacionais → Metas Intermediárias → Objetivos

Operações de mercado aberto	Agregados de reservas	Agregados monetários	Emprego
Política de redesconto	Taxas de juros ¹	Taxas de juros	Preços
Reservas compulsórias			Creseimento
			Câmbio
			Juros
			Mercado Financeiro

Figura 1 : Estratégias do Banco Central (Bacen)

Fonte: MISHKIN (1999)

Esta estratégia é utilizada pelas autoridades monetárias para garantir a realização do objetivo final. “É mais fácil atingir um objetivo visando alcançar a meta intermediária do que mirar diretamente no objetivo central” Mishkin (1999, p.288).

A partir de análise feita sobre o comportamento do mercado monetário, conclui-se que a autoridade monetária fica impossibilitada de almejar metas referentes às taxas de juros e agregados monetários simultaneamente. Caso o Banco Central venha a adotar como meta o aumento de algum agregado monetário com o objetivo de elevar o produto, por exemplo, não poderia utilizar-se ao mesmo tempo de reduções nas taxas de juros para atingir o mesmo objetivo.

Supõe-se que o Banco Central resolva modificar a meta de algum agregado monetário. Este fato aumentaria a demanda por moeda, em caso de crescimento do agregado, deslocando a curva para a direita e elevando a taxa de juros de equilíbrio no mercado monetário. Ou seja, a fixação de metas monetárias implica na perda de controle sobre os níveis de juros.

Do mesmo modo, com fixação de metas para as taxas de juros, as autoridades monetárias perdem o controle sobre os agregados monetários. Isso acontece porque qualquer variação na

preferência pela liquidez dos agentes deverá ser compensada por alguma operação ativa do Banco Central para que os juros mantenham-se inalterados. Se a demanda por moeda reduzir-se, por exemplo, para que a taxa de juros de equilíbrio não se eleve será necessário que a autoridade monetária reduza a oferta de moeda⁵.

Para assegurar altas taxas de crescimento que estão intimamente ligadas a baixas taxas de desemprego, diversos economistas usufruíram os estudos realizados a respeito da relação existente entre inflação e desemprego. Um dos primeiros, e talvez o mais importante estudo realizado neste sentido, delatou a existência de um *tradeoff* entre inflação e desemprego. A Curva de Phillips, popularizada por Samuelson e Solow em 1960, mostrava a relação negativa entre as duas variáveis. Acreditava-se que com taxas mais elevadas de inflação atingir-se-iam menores níveis de desemprego. Desse modo se os políticos estivessem interessados na redução do desemprego, deveriam suportar níveis de preços mais elevados. Em 1967, Milton Friedman cooperou para o melhoria da relação demonstrada na curva de Phillips incluindo o fator “expectativa” de inflação. Uma versão linear simplificada da curva de Phillips, posteriormente conhecida como curva de oferta de Lucas, pode ser escrita por:

$$\pi = \pi^e - \alpha(U_t - U_t^*) + \varepsilon, \text{ onde:} \quad (1)$$

π = taxa de inflação corrente;

π^e = expectativa de inflação;

α = Proporção com que a diferença entre a taxa de desemprego e taxa de desemprego natural afeta a inflação;

U_t = taxa de desemprego corrente;

U_t^* = taxa de desemprego natural.

ε = Choque de oferta

Pela equação (1) verifica-se a existência de relação inversa entre inflação e desemprego. De acordo com BLANCHARD (2001) quanto maior o desvio da taxa de desemprego corrente do

⁴ Taxas referenciais para a taxa oficial de juros da economia.

⁵ Para MISKIN (1999) uma redução da oferta monetária poderá ser realizada através da compra de títulos em poder dos agentes, do aumento da taxa de desconto ou pela elevação das exigências compulsórias.

seu nível natural, *coeteris paribus*, menor o nível de inflação observado. Do mesmo modo, se a diferença ($U_t - U_t^*$) for próxima de zero, a inflação estará próxima da inflação esperada. A equação também permite deduzir que choques de oferta no curto prazo levariam a um aumento da inflação observada.

Após certo período da elaboração da Curva de Philips inicial, sem a incorporação de expectativas, as evidências empíricas não foram confirmadas. Dados da economia dos Estados Unidos após 1970 mostram que mesmo com uma elevação média da inflação, não houve redução na taxa de desemprego. Ao fenômeno que combina altas taxas de inflação e desemprego atribuiu-se a denominação “estagflação”.

Além de garantir o crescimento econômico os formuladores de políticas e as autoridades monetárias devem, principalmente, assegurar o bem estar social. A experiência de diversas economias mostra que não é possível assegurar um crescimento sustentável, ou seja, garantindo o bem estar social, sem que os preços estejam estabilizados. Desse modo, a preocupação com o controle inflacionário e com a estabilidade econômica é cada vez mais unânime entre governos, pensadores e Bancos Centrais.

Neste contexto os formuladores de políticas econômicas passam a perseguir uma meta inflacionária, seja ela explícita ou não. A expressão abaixo, conhecida como Regra de Taylor, permite que o governo e também as autoridades monetárias tenham sob controle o nível da inflação através do controle das taxas de juros:

$$i = i^* + \alpha (\pi - \pi^*), \text{ onde:} \quad (2)$$

i = taxa de juros;

i^* = taxa de juros compatível com a taxa de desemprego natural;

α = Sensibilidade da taxa de juros às variações da inflação.

π = Inflação corrente;

π^* = Meta de inflação (explícita ou não).

De acordo com a equação (2) sempre que a inflação corrente estiver acima da meta ou do esperado, nos casos da meta não explícita, o governo deveria aumentar a taxa de juros fazendo com que a inflação reduza-se. Do mesmo modo, se a inflação estiver abaixo do esperado estima-

se que o governo reduza a taxa básica de juros da economia. Entretanto é fácil perceber que este sistema requer um elevado conhecimento sobre os canais de transmissão da política monetária, conforme abordado nos parágrafos anteriores.

Para TAYLOR (2002) a taxa de juros tem impacto sobre a inflação por principalmente dois canais de transmissão: O primeiro deles, mais convencional e direto, é que um aumento da taxa real de juros reduz a demanda agregada gerando queda nos preços; o segundo refere-se ao efeito que uma variação da taxa real de juros tem sobre a taxa de câmbio. Espera-se que uma elevação na taxa de juros provoque uma apreciação cambial pressionando negativamente a demanda agregada via importações.

Os custos sociais decorrentes da existência de altas taxas de inflação são principalmente: (a) Perda do poder de compra da moeda, que afeta as classes de baixa renda, piorando ainda mais a distribuição de renda. E, (b) Aumento da incerteza no ambiente econômico, dificultando as decisões de investimento dos agentes e o crescimento da economia. Assim, é cada vez maior o consenso entre os economistas de que o uso de políticas monetárias para o controle inflacionário é a melhor forma de garantir o bem estar social e o crescimento da economia no longo prazo. A preocupação dos Bancos Centrais com a estabilidade de preços é justificada por MISHKIN, (1997), de duas maneiras:

- 1) A instituição de políticas de elevação do nível de emprego no curto prazo pode ser ineficiente, gerando somente instabilidade de preços.
- 2) A estabilidade de preços no longo prazo pode promover maior crescimento econômico. “O exemplo mais extremo de preços instáveis, é a hiperinflação⁶, situação pela qual passaram Argentina e Brasil. Muitos economistas atribuem o crescimento lento desses países aos seus problemas com inflação”.(Mishkin, 1999, p.286).

⁶ Termo utilizado para denominar casos de extrema inflação. Processo constante de perda de valor da moeda, fazendo com que os agentes queiram livrar-se deste ativo o mais rápido possível.

2.2.1 O Problema da Inconsistência Temporal

De acordo MANKIW (1990), o problema da inconsistência temporal na realização de política monetária surge, pois as estratégias consideradas ideais⁷ em determinado momento deixam de ser ideais nos períodos futuros. O governo pode reduzir alíquotas de impostos para exportadores (em caso de política fiscal) em determinado período e futuramente, quando tiver alcançado o investimento necessário, pode retornar ao nível de alíquotas inicial.

Isso acontece em geral porque as autoridades ficam tentadas a realizar somente os objetivos de curto prazo, mesmo que futuramente não tragam efeito real para a economia. Os choques e as surpresas provenientes de realizações monetárias ou fiscais alteram o comportamento dos agentes que planejam suas decisões futuras de consumo e investimento. Com a alteração do comportamento destes agentes os efeitos das realizações do Banco Central serão distintos dos planejados. Sendo assim convém que as autoridades monetárias sejam coerentes em suas estratégias e ações ao longo do tempo, melhorando sua credibilidade e diminuindo as incertezas do ambiente econômico.

2.3 ESTRATÉGIAS DE COMBATE À INFLAÇÃO E PROPULSORAS DE ESTABILIDADE ECONÔMICA

“With the growing consensus that price stability should be overriding long-run goal of monetary policy, many countries have taken active steps to reduce and control inflation”...“There are four basic strategies that central banks used to control and reduce inflation: 1) exchange rate pegging, 2) monetary targeting, 3) inflation targeting and 4) inflation reduction without an explicit nominal anchor” (Mishkin 1997, p.4)

São quatro possibilidades de regimes monetários de controle inflacionário que podem ser adotadas pelas autoridades monetárias: Metas monetárias, âncora cambial, metas de inflação e controle da inflação sem âncora nominal explícita (discricionariedade absoluta).

⁷ Estratégias adotadas para a realização dos objetivos de política monetária.

No regime de metas monetárias, geralmente defendido por monetaristas, o Banco Central deverá estipular uma meta para algum agregado monetário. Para estes teóricos qualquer incremento na quantidade de moeda da economia terá como consequência aumento de preços⁸ e para evitar tal elevação seria necessário emitir meios de pagamento a uma taxa constante. Para AFTALION E PONCET (1962) o estoque de moeda deveria acompanhar as flutuações do produto da economia.

O Regime de discricionariedade absoluta consiste na promessa do Banco Central em manter a inflação controlada, mas sem nenhuma meta explícita. As decisões de política monetária não seguem regra, reagem conforme as necessidades da economia.

Quando a autoridade monetária decide fixar sua moeda em alguma mercadoria ou em uma segunda moeda cuja economia apresente níveis inferiores de inflação, diz-se que está utilizando o regime de âncora cambial para o controle do nível de preços. Tal ancoragem pode ser realizada de forma rígida ou mais branda.

Finalmente, no regime de metas de inflação o Banco Central define uma taxa de inflação a ser atingida ao final de certo período e conduz a política monetária para que tal meta seja alcançada. Outras características, principais vantagens e desvantagens dos dois últimos regimes apontados são apresentadas mais detalhadamente ainda neste capítulo.⁹

2.3.1 Fatores condicionantes para a escolha de regimes cambiais

Espera-se que a escolha do regime cambial influencie as variáveis macroeconômicas. Assim a decisão da condução das taxas cambiais de determinada economia deverá traçar alguns objetivos como a estabilidade de preços, o estímulo ao comércio internacional e aos investimentos internacionais, a redução da vulnerabilidade externa, entre outros. Ao escolher o regime cambial a ser adotado os governos e autoridades monetárias devem preocupar-se com alguns temas centrais.

⁸ Os monetaristas baseiam-se na equação de trocas $M.V = PY$, onde M é a quantidade de moeda da economia, V é a velocidade de circulação da moeda, P é o nível de preços e Y é o produto real da economia, para afirmar que a inflação é um fenômeno puramente monetário.

⁹ Para mais detalhes a respeito dos regimes de metas monetárias e discricionariedade absoluta ver MISHKIN (1997).

Para CANUTO (2002) são quatro os temas centrais com os quais deparam-se os formuladores de políticas monetárias:

- a) Viés inflacionário: Deve-se destacar que a execução de certas políticas monetárias pode ser interpretada como um sinal de “viés inflacionário”. A adoção de regimes cambiais mais frouxos pode conduzir à economia a situações de maior instabilidade do nível de preços influenciando negativamente inúmeras variáveis macroeconômicas:
- b) Grau de autonomia de política monetária: Regimes de câmbio mais fixo praticamente anulam a autonomia de execução da política monetária uma vez que todos os esforços das autoridades concentrar-se-ão na manutenção da taxa cambial fixada. Nos casos onde o regime cambial adotado é mais flexível cabe ao Banco Central lançar mão do uso de políticas de controle de juros e de outras variáveis macroeconômicas para alcançar seus objetivos principais.
- c) Volatilidade cambial: É plausível considerar que regimes cambiais mais *pegged* tornam a taxa de câmbio menos volátil e nesse contexto sejam favorecidos as decisões de investimento internacional e também dos exportadores. Contudo, ao assumir a hipótese de que os regimes de câmbio fixo são adotados para combater um cenário crônico de inflação, verificar-se-á com a fixação do câmbio uma redução significativa da volatilidade nesta variável mas que normalmente será acompanhada de uma sobrevalorização real dos termos de troca, degradando o desempenho do setor exportador. Desta forma, quando tratamos de economias em desenvolvimento, mesmo com a redução da volatilidade cambial a sobrevalorização da taxa cria incerteza sobre as condições da manutenção da situação de paridade.
- d) Vulnerabilidade Externa: Do mesmo modo com que a adoção de regimes cambiais mais rígidos imobiliza as autoridades monetárias tal escolha também aumenta a vulnerabilidade externa das economias. Além de observar-se maior variância na taxas de juros, ocasionando problemas para os países que possuem elevado grau de

endividamento, a política monetária não poderá ser utilizada para reagir a choques externos.

Em resumo, com o auxílio da figura que segue pode-se compreender e resumir os diferentes regimes cambiais existentes e suas implicações para a economia e as conseqüentes limitações autoridades monetárias. Os regimes considerados de câmbio fixo desmembram-se em duas partes: O regime puro e o ajustável. Neste contexto geralmente observa-se baixa volatilidade cambial e maior vulnerabilidade externa. Por outro lado, há também os regimes cambiais considerados flutuantes onde inclui-se o regime de metas de inflação. Nesta categoria também há realizações puras e administradas. Nestes regimes as políticas monetárias têm maior autonomia e discricionariedade, a volatilidade cambial é maior e a vulnerabilidade externa é menor.

Nos próximos parágrafos serão apontadas características dos regimes cambiais adotados pela economia brasileira na última década. Primeiramente aderiu-se à âncora cambial como via de controle emergencial de preços e posteriormente, com a diminuição de reservas e insustentabilidade do sistema inicial, passou a ser utilizado o sistema de metas de inflação para controle de preços.

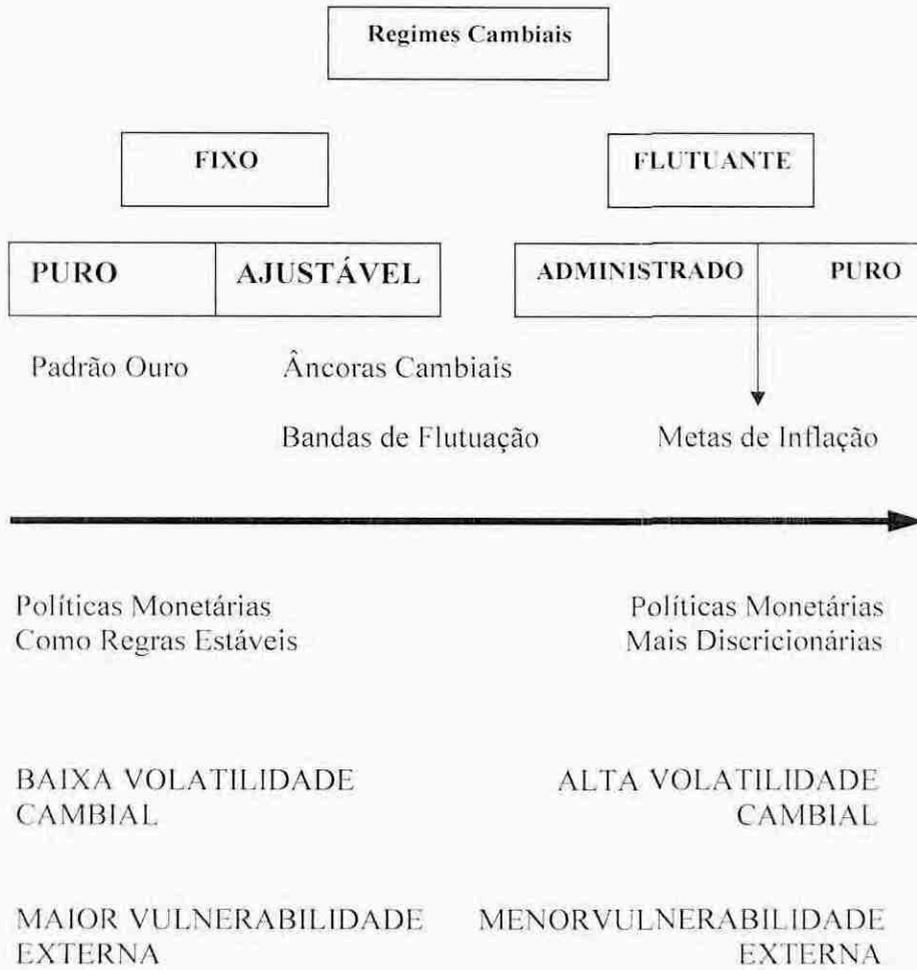


Figura 2: Possibilidades de Regimes Cambiais

Fonte: CANUTO (2002)

2.3.2 Âncora Cambial

O uso da âncora cambial para controle do nível de preços consiste na fixação da moeda de um país em uma mercadoria comercializada internacionalmente, caso do padrão ouro¹⁰, ou na própria moeda de uma segunda economia que apresente índices de preços mais baixos. Espera-se que a inflação interna acompanhe o nível de preços desta segunda economia.

Tal regime foi adotado pelo Brasil no período compreendido entre o início do Plano Real (1994) e a adoção do regime de cambio flutuante em 1999. Em nosso caso a ancoragem deu-se de forma mais branda, pois o Banco Central permitia oscilação cambial desde tal movimentação respeitasse os limites inferior e superior anteriormente estipuladas, constituindo o regime de bandas cambiais (*crawling pegs*). Por outro lado, Encontra-se exemplo de ancoragem rígida no caso argentino, no qual o governo optou por atrelar sua moeda 100% ao dólar garantindo a conversão a uma taxa fixa de um para um. Neste caso, uma unidade monetária argentina corresponde a uma unidade monetária da moeda escolhida.

2.3.3 Metas de Inflação

Neste regime, a estabilidade de preços é o principal objetivo a ser alcançado pelas autoridades monetárias. De modo simplificado pode ser definido como um sistema caracterizado pelo anúncio de uma meta oficial para a inflação – estipulada pelo governo ou Banco Central, para um ou mais períodos.

Após a definição da meta, o governo poderá ajustar suas realizações políticas para que a meta seja atingida. Se a inflação está caminhando para um nível maior que a meta previamente estabelecida, a autoridade monetária deverá adotar medidas restritivas, elevando a taxa de juros, por exemplo, para que o aumento do nível de preços seja controlado. Diferentemente do regime

¹⁰ O Padrão ouro, utilizado internacionalmente entre 1897-1914, e um sistema de ancoragem cambial onde os países fixam sua moeda na quantidade disponível de ouro. Ou seja, só pode haver emissão de moeda se houver aumento da quantidade de ouro nas reservas do país.

com taxa de câmbio fixa, as metas de inflação permitem controlar internamente os choques internacionais.

Geralmente a meta estabelecida é feita com base em algum índice de preços ao consumidor. Tanto no caso brasileiro como o de outros países há vários índices direcionados a medir a variação de preços ao consumidor. Cabe a autoridade monetária optar por algum deles para que a meta seja estabelecida. A escolha pode ser feita de maneira que o índice selecionado exclua de seu valor os choques que não terão resposta monetária. Caso contrário, ao adotar qualquer índice, a autoridade monetária estaria respondendo a choques considerados secundários já que um desvio do índice de sua meta exigiria alguma operação ativa.

As metas inflacionárias foram utilizadas pela primeira vez em 1990 pela Nova Zelândia e dez anos depois 18 países já haviam adotado esse sistema para controle da inflação. Dentre eles estão: África do Sul, Brasil, Chile, Colômbia, Coreia, Finlândia, Israel, México, Peru e Tailândia. A utilização desse sistema assume características especiais em cada caso, mas de acordo com BEONDI e TONETO (2002) alguns traços gerais podem ser delineados:

- i) Anúncio público de metas numéricas para a inflação de um período futuro;
- ii) Comprometimento institucional com a estabilidade de preços como objetivo principal da política monetária de longo prazo;
- iii) Uso da previsão da inflação como meta intermediária;
- iv) Aumento da transparência das estratégias de política monetária;
- v) Aumento da responsabilidade do Banco Central no cumprimento das metas de inflação.

A questão da transparência é fundamental no regime de metas inflacionárias. Há a idéia de que os agentes devem possuir a mesma visão que o banco central cobre a situação da inflação. Por isso, faz-se necessário o conhecimento da formação das expectativas dos agentes, se essas são racionais ou adaptativas¹¹. Caso elas sejam adaptativas, as autoridades monetárias terão maiores dificuldades em fazer a convergência das expectativas de inflação com as metas estabelecidas. Uma vez que a inflação passada será incorporada para os períodos subsequentes.

O papel das expectativas é crucial neste regime monetário. Se as atuações futuras do governo são conhecidas e o governo possui credibilidade as expectativas de inflação dos agentes

¹¹ Expectativas baseadas nos acontecimentos do passado.

convergirão para as metas, garantindo o sucesso do regime. Quando os agentes possuem informações completas sobre o funcionamento da política monetária a economia mostra melhor desempenho.

Para que o regime de metas de inflação tenha um bom andamento é desejado certo grau de independência do Banco Central. De acordo com DEBELLE e FISCHER (1994) o Banco Central deve ser independente na escolha dos mecanismos de realização de política monetária, mas tenha seus objetivos fixados em lei. Dessa forma, as ineficiências geradas por desacordos entre governo e Banco Central com relação aos mecanismos que serão adotados eliminar-se-iam e as instituições não estariam perseguindo objetivos excludentes.

2.3.4 Principais Benefícios e Desvantagens da adoção dos Regimes de controle inflacionário: Uma análise comparativa entre o Regime de Metas de inflação e Âncora Cambial.

A utilização da âncora cambial como mecanismo de controle inflacionário apresenta diversas vantagens. Fixando a taxa de câmbio, os preços internos terão de acompanhar os preços dos bens comercializados internacionalmente¹², estabilizando a inflação doméstica e atenuando a inflação inercial.

A segunda vantagem da utilização deste mecanismo consiste na eliminação do problema da inconsistência temporal da política monetária já que fornece automatização da oferta monetária. Qualquer variação da taxa de câmbio implica em intervenção da autoridade monetária no mercado cambial, a fim de que a paridade seja assegurada. O elemento surpresa é eliminado enquanto a taxa cambial é tida como fixa. Além disso, este regime é bastante transparente e de fácil compreensão pelos agentes econômicos, fazendo com que as expectativas de inflação fiquem presas à paridade cambial. Ou seja, os preços serão reajustados se houver variação na taxa de câmbio.

Em terceiro, se o sistema for crível, isto é, se a taxa de câmbio fixada possuir credibilidade, a inflação esperada da economia passa a ser aquela do país cuja moeda serviu como base para a âncora. E, finalmente, a fixação do câmbio em uma economia pode reduzir

¹² Relação garantida pela paridade do poder de compra.

bastante o risco país que é incorporado nas taxas de juros, diminuindo o custo da dívida do governo e do setor privado, favorecendo os investimentos. Se o nível de risco encontra-se em patamares mais baixos e estáveis são atraídos mais investimentos externos.

Com vantagens consideráveis é natural que este sistema tenha sido adotado por várias economias em todo o mundo. A Argentina após fixar sua moeda ao dólar americano obteve reduções significativas em seus índices de inflação. Tais valores que alcançavam 350% ao ano em 1989, desceram ao patamar de 5% anuais quatro anos após fixação cambial. No que se refere aos países industrializados, deve-se destacar o caso do Reino Unido, que, em 1990 apresentava inflação de 10% ao ano e, após atrelar sua moeda ao marco alemão, obteve redução de sete pontos percentuais, deixando a inflação na faixa de 3% ao ano.

Entretanto, o controle do nível de preços via âncora cambial apresenta alguns custos e desvantagens. O primeiro implica na perda de autonomia monetária da economia, já que todos os esforços realizados pelo Banco Central concentram-se na garantia da taxa cambial anunciada. Em segundo, ressalta-se o aumento da vulnerabilidade externa, aumentando as chances de ataques especulativos. Os agentes detectam as diferenças entre o compromisso cambial fixado pelo governo e as necessidades do mercado. A economia perde autonomia para reagir aos choques externos, fazendo com que os objetivos de estabilidade e crescimento deixem de ser cumpridos.

Principalmente por este último motivo, perda de autonomia política como resposta aos choques externos, alguns autores denotam a necessidade de se flexibilizar a taxa de cambio. Para FROYEN (1999), há duas vantagens na utilização da taxa de cambio flexível: (a) Taxas de cambio flexíveis permitem aos formuladores de política monetária concentrarem-se em metas internas, livres de preocupação com déficits do balanço de pagamentos¹³; (b) A economia fica mais protegida aos choques externos, dado que a autonomia da política monetária é recuperada.

Normalmente quando os governos e as autoridades monetárias optam por fixar sua taxa cambial, fazem-no de maneira incorreta. A taxa é fixada em níveis mais elevados do que deveria tornando o regime insustentável no longo prazo. A maior parte dos países que adotam tal sistema abandonam-no depois de certo tempo. Novamente podemos citar os casos da Argentina e do Brasil.

¹³ Para a manutenção da estabilidade com taxas de cambio fixas, é necessário que o balanço de pagamentos esteja equilibrado. Caso contrário, o país não manterá tal paridade no longo prazo.

A adoção do regime de metas de inflação aumenta a responsabilidade do Banco Central fazendo com que ele escape, do mesmo modo que na âncora cambial, do problema da inconsistência temporal. A preocupação da autoridade monetária estará voltada para o longo prazo, como o controle do nível de preços, e não somente com as preocupações de curto prazo, como a manutenção da paridade cambial.

Como as autoridades monetárias não se comprometem a manter nenhum agregado monetário ou mesmo a taxa de câmbio em determinado nível observa-se, no regime de metas inflacionárias, grande flexibilização da política monetária. Além de conseguir responder aos choques externos, o Banco Central pode controlar os choques domésticos

Uma desvantagem da utilização de metas de inflação para o controle do nível de preços é a elevação do desemprego logo na adoção do sistema. Quando a inflação esperada está crescendo a taxas que superarão a meta, espera-se que a autoridade monetária adote medidas restritivas gerando efeito contracionista na economia no curto prazo.

Outra crítica a este sistema refere-se ao excesso de discricionariedade utilizado pelas autoridades monetárias considerando que as decisões e mecanismos utilizados para a realização de políticas monetárias podem flutuar sem qualquer impedimento.

Conforme as evidências teóricas examinadas a respeito da adoção destes dois regimes uma das principais diferenças encontradas é presença de forte variabilidade cambial no sistema de metas de inflação e de forte variabilidade nas taxas de juros no regime de âncora cambial. Estas variáveis, por sua vez, tendem a influenciar de maneira distinta o ambiente de estabilidade econômica fazendo com que, via alteração de expectativas, os fluxos de investimentos estrangeiros se comportem de maneira distinta.

Deve-se destacar que a credibilidade do regime de âncora cambial e, conseqüentemente das autoridades monetárias e da economia, correlaciona-se diretamente com a presença de alto nível de reservas internacionais. Este sistema tende a enfraquecer a medida que tais reservas são despendidas para garantir a oferta de moeda estrangeira à taxa fixada. Ou seja, a partir do momento de sua implantação, o regime de âncora cambial possui o mesmo tempo de duração que as reservas internacionais. Com o esgotamento destas divisas cria-se forte expectativa de desvalorização da moeda gerando ataques especulativos, eleva-se o nível de risco país e diminuem-se os fluxos de investimentos internacionais.

Por outro lado, a adoção do sistema de metas inflacionárias aumenta consideravelmente a credibilidade da autoridade monetária, elevando o grau de confiança dos investidores internacionais. Além disso a possibilidade de reação aos choques externos, visto que não há comprometimento na manutenção da taxa cambial, diminui a possibilidade de ataques especulativos e de variações nos níveis de Risco País, favorecendo o fluxo de capitais internacionais.

CAPÍTULO III

3 INVESTIMENTO ESTRANGEIRO NO BRASIL: DEFINIÇÕES, DETERMINANTES E EVIDÊNCIA HISTÓRICA

Preliminarmente e com base na revisão teórica realizada no capítulo anterior, serão destacadas nesta seção a adoção dos regimes monetários de âncora cambial e de metas de inflação mediante a introdução do Plano Real na economia brasileira dando destaque à introdução, funcionamento e seu impacto sobre o fluxo de investimentos estrangeiros a partir dos diferentes cenários macroeconômicos gerados.

Serão também avaliados os aspectos teóricos a respeito dos investimentos internacionais como sua definição, classificação por grupo: investimentos em portfólio e investimentos diretos e também seus determinantes na economia brasileira. Por fim, faz-se um levantamento histórico a respeito do ingresso de capitais internacionais nos períodos de adoção de âncora cambial e metas de inflação.

3.1 A PASSAGEM DO REGIME MONETÁRIO DE ÂNCORA CAMBIAL PARA O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO A PARTIR DA IMPLEMENTAÇÃO DO PLANO REAL

Para CANUTO (2004) o governo de Collor realizou um forte processo de redução de barreiras protecionistas para a importação e também para a liberalização financeira. Esta abertura financeira trouxe ao país vultuosos recursos externos que buscavam nas economias emergentes maiores rentabilidades. A grande disponibilidade de recursos internacionais, a recessão nas economias norte-americana e japonesa e o baixo patamar de juros internacional favoreceram ainda mais o direcionamento dos investimentos externos para o Brasil.

Mesmo com o aumento de fluxo de capitais e abertura econômica, gerando mais reservas e progresso tecnológico, os planos de estabilização emergenciais e radicais adotados por

Fernando Collor não surtiram efeito e a inflação ressurgiu em ambiente de recessão econômica. Para agravar ainda mais a situação, a ocorrência de denúncias de corrupção tornou o ambiente político insustentável, levando à substituição do presidente.

Com a destituição de Collor, a presidência é assumida por Itamar Franco que juntamente com a coordenação do ministro da fazenda Fernando Henrique instituiu o PAI – Programa de Ação Imediata, cujo principal objetivo era controlar a inflação e ajustar as contas públicas. Este plano de ação visou basicamente atingir seus objetivos através de políticas fiscais e monetárias restritivas como: grande redução das despesas públicas incluindo as transferências de recursos do Governo Federal para os Estados e Municípios, controle do volume de empréstimos bancários, aceleração do processo das privatizações¹⁴ e assinatura de acordos de negociação da dívida externa com o FMI e outras organizações mundiais.

Posteriormente ao fracasso de diversos planos de estabilização realizados durante os anos 80 e início dos anos 90, o Plano Real finalmente logrou a estabilização do nível de preços. Para BRESSER (2003) o novo quadro político e econômico estabelecido pelo Plano Real possui basicamente três características:

- Baixa taxa de inflação;
- Elevada taxa de juros;
- Baixa taxa de câmbio.

A implementação do plano foi executada para FERRARI FILHO (2003) em três principais etapas:

- i) Estruturação fiscal: Em um primeiro momento aprova-se no Congresso Nacional o Fundo Social de Emergência, constituído por inúmeras medidas de contração de gastos públicos e aumento da receita proveniente de tributos. Como resultado desta medida o governo consegue obter 2,5% do PIB como superávit fiscal primário.
- ii) Estruturação monetária: Logo no início de 1994 há a criação da Unidade Real de Valor – URV, como base para cálculo monetário. A URV era obtida através de

¹⁴ Desta forma, o governo não teria mais que arcar com o ônus das dívidas e/ou rendimentos negativos auferidos pelas empresas até então estatais, melhorando sua situação fiscal.

uma média ponderada dos três índices de preços mais representativos e respeitados da economia brasileira: IPC, IPCA-E e IGP-M permanecendo em circulação a atual moeda o Cruzeiro Real. Ou seja, diariamente era calculado o valor da URV e as transações financeiras e o pagamento de salários deveriam ser realizadas a partir deste índice.

- iii) A terceira e última etapa foi realizada em meados de 1994 e constituiu na substituição do Cruzeiro Real para o Real. A Economia brasileira ganha uma nova moeda que até hoje está em circulação. Na Ocasão um Real era equivalente a 2.750,00 cruzeiros reais.

De acordo idealizadores deste plano de estabilização econômica, a inflação brasileira era causada pelo grande desequilíbrio das contas públicas e pela indexação generalizada dos contratos entre os agentes econômicos. Com estas medidas conseguiu-se em um primeiro momento diminuir as disparidades fiscais e posteriormente alcançou-se a desindexação de preços e salários geradora de uma forte inflação inercial. O gráfico abaixo mostra a evolução do IGP-DI (Índice Geral de Preços – Demanda Interna) no período compreendido entre janeiro de 1994 e janeiro de 2005. É facilmente notada a brusca queda deste índice observada após a implantação do Plano Real.

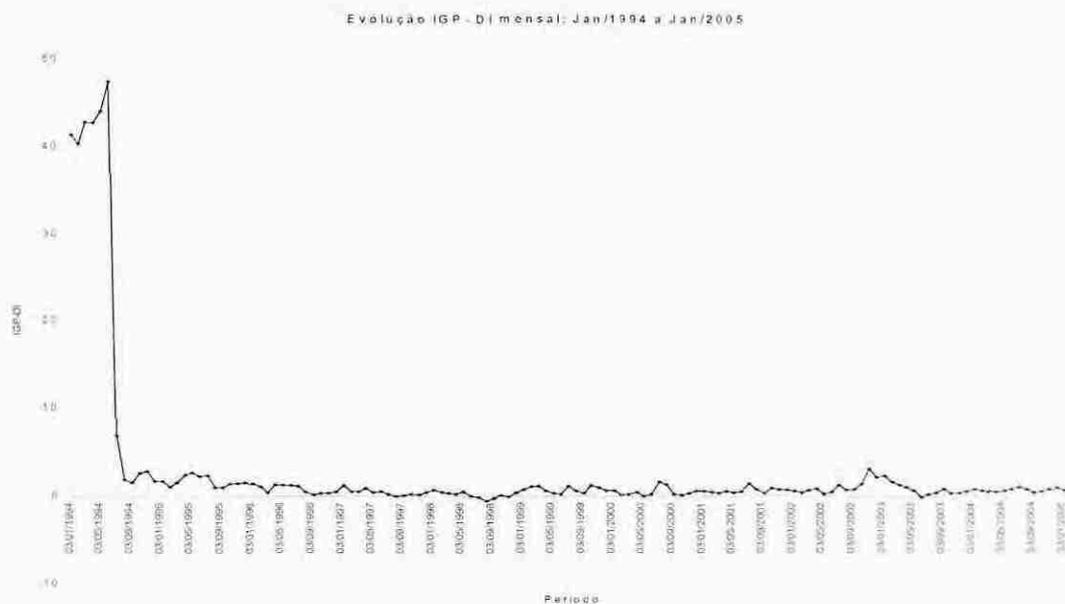


Figura 3: Evolução IGP-DI de Jan/1994 a Jan/2005
 Fonte: Banco Central do Brasil

A fixação da taxa cambial valorizada até 1999 e a continuidade do processo de liberalização comercial adotada no início do Plano Real contribuíram não somente para a redução dos índices inflacionários mas também fizeram com que estes se mantivessem estáveis. Com a paridade cambial estabelecida os produtos nacionais não poderiam ter seus preços elevados uma vez que estavam concorrendo de igual para igual com os produtos importados que chegavam ao país sem custo adicional gerado pela taxa de câmbio. Outro fator que contribuiu para a manutenção da inflação controlada é a composição de produção de diversos produtos comercializados internamente. Quando há a presença de insumos importados, com a taxa de câmbio estabilizada e em níveis semelhantes observa-se uma redução no custo dos produtores fazendo com que esta redução possa ser repassada para os consumidores diminuindo ainda mais a pressão sobre o nível de preços. Ainda neste contexto favorável devemos considerar que a paridade cambial desencoraja os exportadores a venderem seus produtos no mercado externo fazendo com que a oferta de produtos no mercado interno fique ainda maior e os mesmos passem a concorrer via preço.

Se por um lado a abertura comercial e a utilização da âncora cambial mantiveram os preços estabilizados por outro lado geraram um crescente déficit na balança comercial. Com a taxa cambial mantida praticamente no patamar de um real para um dólar (chegando a ficar inferior à unidade em alguns momentos) observou-se aumento forte aumento das importações já que os produtos do exterior estavam bem mais baratos e uma redução das exportações, agravando ainda mais a piora do saldo comercial nacional. Assim, a Balança Comercial que antes da instituição do Plano real cobria o déficit da Balança de Serviços (quase sempre deficitária no caso brasileiro) passa também a ser negativa, gerando saldo deficitário em Transações Correntes. Este saldo somente recupera-se com o afrouxamento cambial realizado em 1999, quando o governo altera seu regime de controle inflacionário, abandonando a âncora cambial instituída no início do Plano Real. Com o gráfico a seguir pode-se notar a evolução da balança comercial brasileira.

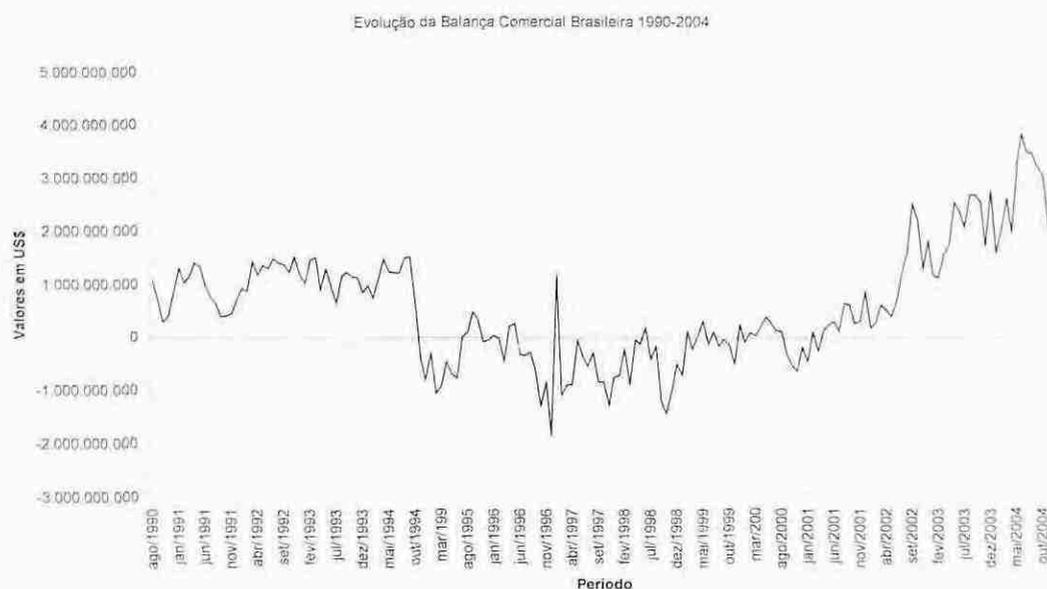


Figura 4: Evolução da Balança Comercial Brasileira 1990- 2004

Fonte: Banco Central do Brasil

O Déficit gerado em Transações correntes deveria ser financiado por capitais externos para que a paridade cambial fosse mantida. No entanto, conforme discutido no segundo capítulo

deste trabalho, uma das desvantagens do sistema de âncora cambial como via para controle de preços é a não possibilidade de reação às crises externas. Ou seja, o país torna-se mais dependente de fundos internacionais para acumulação de reservas e ao mesmo tempo mais vulnerável às crises externas. A política monetária perde autonomia já que todos os ajustes serão feitos no sentido de manter a taxa cambial no patamar estabelecido. Nesse contexto a economia brasileira mostra seus primeiros sinais de fraqueza durante a crise Asiática em 1997, quando sofreu grande fuga de capitais externos.

O ataque especulativo experimentado pela economia brasileira em decorrência do cenário de instabilidade mundial em 1999 obrigou o Banco Central brasileiro a abandonar o regime de bandas cambiais. A taxa cambial estabelecida mostrou-se irreal diante do mercado internacional e também da competitividade dos produtos brasileiros. Mesmo com os acordos financeiros estabelecidos não havia mais reservas suficientes que possibilitassem a intervenção ativa da autoridade monetária no mercado de câmbio. Além disso, a elevação do Risco País das economias emergentes nesta época fez com que a demanda por moeda internacional se elevasse ainda mais. Finaliza-se assim o período em que a inflação era controlada pela utilização da âncora cambial.

Com o anúncio da liberalização cambial em janeiro de 1999 elevaram-se novamente as expectativas de inflação. É natural que, inserido em um contexto de instabilidade mundial, os preços de algumas commodities internacionais sejam reajustados e pressionem os custos internos de produção. Somado ainda a este fator deve-se destacar que a desvalorização da taxa cambial reajustaria inúmeros contratos estabelecidos entre os agentes durante a paridade cambial ocasionando nova elevação de custos e fazendo com que estes custos fossem repassados aos preços no mercado. Para conter tais especulações o governo promove um forte ajuste fiscal e estabelece política salarial mais rígida no setor público e, em junho deste mesmo ano, implanta o regime de metas de inflação para controlar o nível de preços.

A política macroeconômica brasileira passa, a partir de 1999, a ser baseada no "tripé" considerado por acadêmicos e realizadores de políticas como o mais consistente ou moderno. Trata-se da manutenção de livres taxas cambiais aliadas ao controle fiscal e às metas de inflação. De acordo com diversos pensadores o primeiro elemento deste tripé, a taxa de câmbio livre, permite o automático ajuste do balanço de pagamentos; a segunda é essencial para o controle da demanda e para a possibilidade de utilização das taxas de juros como mecanismo para controle

inflacionário¹⁵ e o terceiro é a positiva utilização do sistema de metas de inflação como âncora referencial para o sistema. A terceiro tripé está diretamente ligado à visão de neutralidade da moeda e também à teoria dos custos de transação e de decisão em ambientes com alta variabilidade do nível de preços¹⁶.

Inicialmente o plano adotado, anunciado via decreto presidencial em 21 de junho de 1999, possuía as seguintes diretrizes:

- As metas seriam representadas por índices anuais de ampla divulgação nacional e o índice a ser adotado seria escolhido pelo CMN – Conselho Monetário Nacional diante de propostas do Ministério da Fazenda;
- As metas e os intervalos de tolerância também seriam fixados pelo CNM diante das propostas realizadas pelo Ministério da Fazenda;
- Ao Banco Central incumbiu-se a competência de executar as políticas necessárias para o cumprimento das metas estabelecidas;
- A meta seria considerada cumprida se o valor acumulado do índice determinado pelas autoridades competentes (medido de janeiro a dezembro de cada ano) permanecesse dentro da meta estabelecida.
- O não cumprimento da meta deverá ser justificado, via publicação oficial, pelo Presidente do Banco Central contendo os motivos pelo descumprimento e as providências a serem tomadas para que o índice retorne aos patamares previstos;
- Estabeleceu-se ainda que o Banco Central brasileiro divulgará relatório trimestral a respeito do desempenho do regime de metas de inflação, seus atos e resultados obtidos nos períodos passados.

A partir destas determinações tomou-se como índice base para o acompanhamento do cumprimento das metas o IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Ampliado – que é baseado

¹⁵ Sabe-se que um dos principais indexadores da dívida brasileira é o nível interno de taxas de juros. Com a realização de superávits fiscais este efeito é reduzido uma vez que a dívida tende a diminuir. Dessa forma o governo poderá utilizar os mecanismos de elevação da taxa de juros para controle inflacionário sem preocupar-se com o efeito desta elevação sobre o valor de sua dívida.

¹⁶ Uma visão simplificada da teoria clássica da neutralidade da moeda é a de que uma elevação na quantidade de moeda da economia pode aumentar a demanda no curto prazo mas no longo prazo gerará somente a elevação do

em pesquisas de orçamento de consumo familiares em regiões metropolitanas do Brasil. As primeiras metas anunciadas foram de 8% em 1999 com margem de 2% para cima ou para baixo, 6% para 2000 e 4% para o ano de 2001.

Através do gráfico que segue pode-se notar que a meta prevista não foi cumprida nos anos de 2001, 2002 e 2003. Tal fato relaciona-se com os choques externos e também com a desestruturação interna presenciada pela economia brasileira nestes períodos. Dentre estes fatores podemos destacar a forte crise energética, a crise Argentina, atentados terroristas nos Estados Unidos, e ainda a última turbulenta eleição presidencial realizada no Brasil.

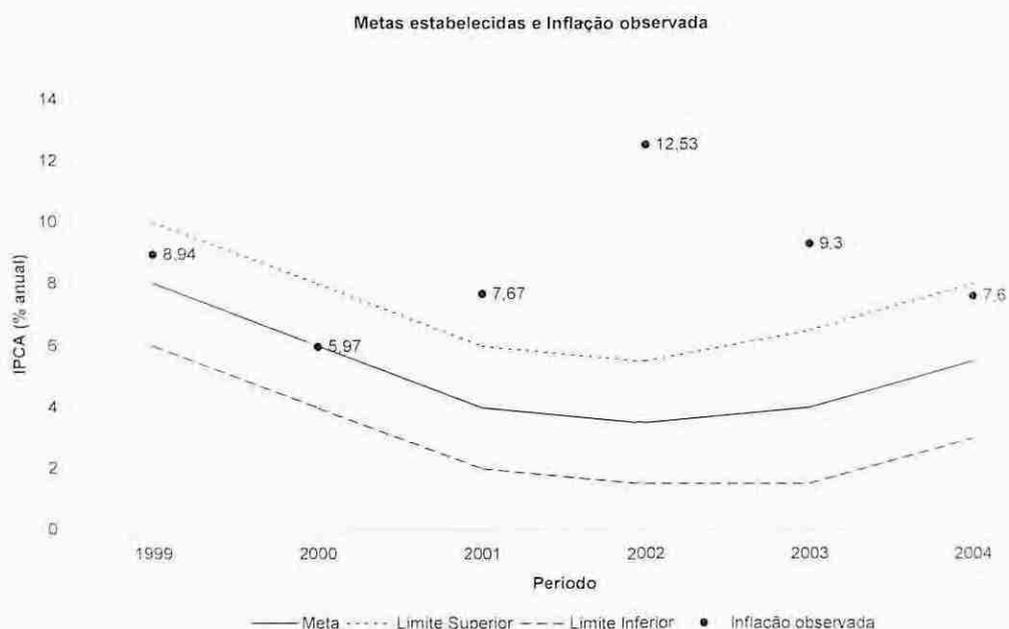


Figura 5: Metas estabelecidas e Inflação observada: 1999 –2004

Fonte: Banco Central do Brasil

Mesmo com o comprometimento das autoridades monetárias com a estabilidade de preços no sistema de metas inflacionárias, a implementação do plano pode dar-se de forma mais flexível do que a sua definição formal inicialmente prevista. Conforme explicitado anteriormente o regime implementado no Brasil não era quase nada flexível. As metas eram

nível de preços. Desta forma, faz-se necessária a utilização de uma âncora referencial para controlar as variáveis reais da economia.

estabelecidas, admitindo-se uma pequena margem de desvio, e o não cumprimento das mesmas deveriam ser explicados pelo Banco Central. Com o passar do tempo algumas medidas foram adotadas fazendo com que o sistema de metas brasileiro se aproximasse de um regime mais flexível, mas ainda rígido. Em 2002 fez-se alteração no cálculo da meta a ser buscada: O COPOM (Comitê de Política Monetária) passa a utilizar o conceito de “meta ajustada” incluindo também neste cálculo os impactos da inflação inercial gerados no período anterior e o efeito gerado por choques de preços, no caso dos preços monitorados e administrados. Uma análise mais detalhada do gráfico permite observar que os limites superior e inferior alargam-se após o ano de 2003. A partir deste período as margens de flutuação permitidas passam a ser de 2.5% para cima ou para baixo da meta e não mais de somente 2% conforme estabelecido inicialmente, acentuando ainda mais a flexibilização do regime de metas adotado no Brasil.

3.2 INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO (IDE) E INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM PORTFÓLIO (IPE): CONCEITOS E DEFINIÇÕES

Para GONÇALVES (1998) as trocas de capitais internacionais e o seu conseqüente impacto sobre o balanço de pagamentos de diversas economias assumiram importância relevante no período pós Primeira Guerra Mundial quando economias mais ricas, em posse de excedentes, doaram ou transferiram recursos permitindo a reconstrução e reestruturação econômica de diversos países destruídos pela guerra.

Tais fluxos de capitais internacionais são divididos por GONÇALVES (1998) em dois grandes grupos: movimento oficial e não oficial de capital. O primeiro grupo representa a variação oficial de reservas internacionais de uma economia que geralmente é controlada e contabilizada pelo Banco Central. Já o segundo grupo restringe-se às operações de trocas de direitos e/ou ativos. Os movimentos não oficiais dividem-se em capitais de curto e longo prazo podendo ainda ser caracterizados como empréstimos ou investimentos. Ou seja, podem haver empréstimos e investimentos de curto ou longo prazos. As definições de curto e longo prazos

referem-se ao tempo de maturação do fluxo abordado. São entendidos como fluxo de curto prazo as movimentações que possuem maturação igual ou inferior a um ano. Quando a maturação é superior a um ano o investimento ou empréstimo é considerado de longo prazo.

De acordo com GONÇALVES (1998) entende-se por empréstimos internacionais todas as operações de crédito realizadas a partir de empresas internacionais, bancos, organizações mundiais ou ainda governos de outras economias¹⁷. O investimento internacional abrange as aplicações diretas ou em portfólio. O investimento direto externo é realizado com o intuito de adquirir controle sobre alguma empresa já instalada mediante a compra de ações ou ainda pode implantar uma nova empresa na economia local. Já o investimento em portfólio constitui-se na aquisição de papéis ou títulos de empresas sem que haja o intuito de controlar a organização, como também afirmam Amal e Seabra (2005, p.1), “Os investimentos externos de portfólio, ou de carteira, correspondem aos fluxos de capital que não são orientados para o controle operacional da empresa receptora do capital externo”.

O Banco Central do Brasil (apud ARAÚJO e FLORES, 2003) descreve as principais categorias que enquadram-se na denominação de IPE (Investimento Estrangeiro em Portfólio). São elas: (1) Recursos destinados à composição de carteiras diversificadas de títulos e valores mobiliários – propriedade de investidores institucionais; (2) Recursos destinados à aplicação em ações de empresas brasileiras pelo mecanismo de *Depositary Receipts*; e (3) recursos de pessoas jurídicas domiciliadas ou com sede no exterior destinados à aquisição de cotas de fundo de renda fixa.

O Investimento Estrangeiro Direto (IDE) constitui-se como um investimento de longo prazo que deve ser descrito, conforme o FMI (2002), como o objetivo de uma empresa obter resultados de longo prazo em outra economia. Dessa forma, configura-se não somente uma transação inicial entre o investidor direto e o empreendimento mas sim uma relação de longo prazo entre estes agentes.

¹⁷ Não estão inseridas nesta modalidade as transferências unilaterais contabilizadas no Balanço de Pagamentos.

3.3 OS DETERMINANTES DOS INVESTIMENTO ESTRANGEIROS

Para GONÇALVES (1998) o movimento de capitais internacionais é fruto da interação e observação de variáveis como expectativas, riscos e incertezas. Os investidores buscam economias que ofereçam taxas de retorno atrativas, ou seja, onde as expectativas de ganhos sejam favoráveis. Diferentemente do investimento doméstico, onde a taxa de juros real é deflacionada por algum índice de preços interno considerado plausível, nos investimentos internacionais as expectativas ficam atreladas ao comportamento futuro das taxas de câmbio e juros, sendo que a taxa de juros considerada relevante é corrigida pela variação esperada da taxa de câmbio, ou risco cambial conforme definido na seção anterior.

Expectativas de desvalorização cambial podem induzir a saída de capitais e ainda provocar uma forte queda no fluxo de investimento internacional. Entretanto a valorização cambial não atua de forma contrária aumentando o fluxo de investimentos. Quando a moeda local encontra-se sobrevalorizada não somente são necessárias mais divisas internacionais para a aquisição de títulos internos como a saída de recursos fica estimulada pois a moeda local possui maior valor no exterior. Desta forma o saldo de entradas e saídas fica prejudicado.

Alguns investidores avessos ao risco podem basear suas aplicações baseados somente no princípio da diversificação de ativos, onde aumentando o número de ativos alcança-se uma significativa redução da variância da taxa de retorno esperada e conseqüentemente menor risco na aplicação. Em resumo, alguns títulos internacionais são adquiridos somente para diversificar a carteira dos investidores internacionais. Este fato é constatado quando observa-se que o fluxo de investimentos, mesmo sem a presença de diferencial de juros, não é nulo.

A situação de incerteza gerada pela impossibilidade de medir quais serão exatamente as estratégias e políticas adotadas pelos governos e autoridades monetárias também são consideradas na escolha do investimento. O caso brasileiro nas últimas eleições presidenciais serve para exemplificar este parágrafo. A possibilidade de modificação em algumas diretrizes governamentais como a adoção de políticas de esquerda geraram forte instabilidade no sistema financeiro e conseqüente fuga de capitais resultando em forte depreciação da moeda nacional frente ao dólar. É praticamente consensual a idéia de que a estabilidade cambial e de preços,

assim como a estabilidade política favorecem o ingresso de capitais externos. Pelo contrário, o aumento de restrições e barreiras de capitais naturalmente diminuem ou até impedem o fluxo de capitais internacionais.

Além destas variáveis¹⁸, a taxa de crescimento econômico também é de extrema importância para determinação do nível de investimentos internacionais. Quanto maior o nível de crescimento da economia maior é a inversão de capitais externos ainda que a relação entre estas duas variáveis não seja de causa e efeito. Ao mesmo tempo que a elevação do crescimento econômico atrai investimentos este aumento do fluxo de inversões influencia positivamente no crescimento do produto.

3.3.1 O Importante papel do risco e da incerteza nas decisões de investimento dos agentes

Com a introdução do conceito de eficiência marginal do capital, Keynes impulsiona e fundamenta parte da teoria de avaliação de investimentos. Este autor passa a utilizar uma definição que evidencia a relação das expectativas dos rendimentos prováveis e do conhecimento do preço de oferta corrente dos bens de capital. Distancia-se dos conceitos puros de produtividade marginal do capital e de taxa natural de juros da teoria clássica, considerados os principais determinantes do investimento na economia. Keynes define a eficiência marginal do capital, como a relação entre o rendimento provável de um bem capital e o seu preço de reposição, tendo como cerne da sua teoria as o papel das expectativas.

Dessa forma, assumindo que os investidores se preocupem com os acontecimentos futuros, ou seja, formem expectativas quanto aos prováveis rendimentos e o preço do capital. Quando tais expectativas forem favoráveis – Quando o fluxo de rendimentos projetado for positivo - os empresários investiriam mais fazendo com que as taxas de investimento se elevem aumentando também o emprego e a renda da economia.

¹⁸ Há inúmeros estudos a respeito dos investimentos externos, principalmente quando restringimo-nos aos investimentos diretos. Para Lima Júnior (2005) e De Negri e Acioly (2004) são considerados como determinantes fundamentais dos investimentos diretos externos os fatores locais, também as estruturas de mercado aos quais serão inseridas novas unidades das empresas. Estas variáveis serão excluídas no modelo de investimento externo desenvolvido neste trabalho já que estão sendo priorizados os efeitos das variáveis macroeconômicas como sinalizadoras de estabilidade.

Tal incremento nas taxas de investimento poderá ser feito no país de originário deste capital excedente ou ainda em alguma economia secundária, caracterizando o objeto de estudo deste trabalho – Os investimentos internacionais. Tais investimentos podem ainda ser realizados no setor produtivo ou no setor financeiro – investimento em portfólio. Em ambos os casos, os incrementos de capital serão influenciados não somente pelas expectativas de rendimentos obtidos com o crescimento do setor produtivo mas também por variáveis como Risco País, Inflação, Câmbio, Taxa de Juros e também os níveis de variabilidade destas últimas variáveis. De acordo com CANUTO (2002) a elevação da variabilidade cambial torna o ambiente econômico mais incerto, reduzindo os fluxos internacionais de investimento.

Espera-se que quanto menor o Risco País, calculado pelas agências de Rating internacionais, para determinada economia maiores sejam os investimentos externos. Em suma, quando um país apresenta elevado nível de risco a possibilidade de perda dos investimentos realizados por estrangeiros, seja esta ocasionada por um calote do governo ou por um forte movimento de queda influenciado por algum outro fator ocasionador de instabilidade, aumenta consideravelmente.

Considerando um modelo de determinantes para investimentos externos, deve-se considerar a importância das expectativas. Porém, estas configuram-se imprecisas e incertas, uma vez que nem sempre os resultados projetados serão auferidos por parte dos investidores. Visando melhorar e aperfeiçoar suas previsões os empresários devem estar conscientes do grau de risco e incerteza aos quais estão expostos. Tais conceitos, de risco e incerteza, são geralmente tratados como sinônimos, mas na verdade devem ser definidos e interpretados de formas distintas.

Levando em conta que a noção de risco está associada à possibilidade de dano, perda ou estrago e é de conhecimento claro e direto, alguns autores fazem uma distinção teórica entre o risco e incerteza.

“Algumas pessoas fazem distinção entre incerteza e risco em conformidade com a distinção sugerida pelo economista Frank Knight há cerca de 60 anos. A incerteza pode se referir a situações nas quais muitos resultados são possíveis com probabilidades de ocorrência desconhecidas. O risco, por sua vez, refere-se a situações às quais podemos relacionar todos os possíveis resultados, assim como estabelecer a probabilidade de ocorrência de cada um deles.” (Pindyek; Rubinfeld, 2002 p. 148)

Desta forma, há uma situação de risco quando a variável aleatória tem uma distribuição de probabilidades conhecida e, incerteza, quando essa distribuição é desconhecida, sendo portanto, possível converter incerteza em risco através de probabilidades subjetivas. Geralmente os investimentos são baseados nas taxas de retorno e, à medida que essa taxa não é previamente determinada e não possui probabilidade definida, tem-se uma situação de incerteza. Um investimento é considerado mais arriscado se apresentar faixa mais ampla de possíveis retornos, isto é, maior variabilidade de retornos.

A variável Risco País, já citada anteriormente, é um índice de referência exclusivo das economias emergentes. Este coeficiente pode ser melhor definido como sendo a exposição à perdas de operações financeiras internacionais que é controlada pelo governo mas está além do alcance do agente envolvido na operação. Normalmente são as economias emergentes ou periféricas que apresentam melhor coeficiente de remuneração ao capital externo. Por serem dependes de tais recursos para equilibrar seu Balanço de Pagamentos oferecem altas taxas de juros que compensam os riscos e convencem os investidores de que seus países são o melhor destino para os recursos.

Pela ótica do investidor a taxa de risco no mercado internacional pode ser entendida como *spread* – taxa adicional embolsada e exigida pelo investidor diante do risco evidente de certa economia em um determinado momento. Tal *spread* variará de acordo com a liquidez¹⁹, prazo de resgate e também com as garantias que são oferecidas pelo tomador dos recursos. Quanto menores forem as garantias oferecidas, quanto maior o prazo de resgate do título (ou tempo de retorno do investimento no caso dos investimentos realizados diretamente no setor produtivo), ou ainda quanto menor a liquidez maior será o *spread* exigido pelos investidores para realizarem o negócio. O Risco país reflete, portanto, a situação econômica e financeira da economia, sua estabilidade política e também a confiabilidade do governo em honrar suas dívidas e obrigações financeiras. De acordo com CANUTO (2002) no caso brasileiro o Risco País é medido pelo Banco JP Morgan que considera a diferença entre o retorno oferecido por um título nacional e um título norte-americano (ativo considerado livre de risco).

¹⁹ Por liquidez de um título entende-se a facilidade ou não da venda do mesmo. Ou seja, a facilidade que este título possui em transformar-se rapidamente em moeda. Uma ação ou um título é considerado sem liquidez quando o seu portador dirige-se ao mercado para realizar sua venda e não constata a existência de compradores interessados. Ou seja, ele permanecerá ainda mais tempo com o título contra o seu desejo, quando

A estabilidade econômica, os resultados esperados das contas do governo, as expectativas quanto ao saldo de transações correntes do balanço de pagamentos assim como a credibilidade da equipe econômica e do Banco Central quanto ao cumprimento das metas estabelecidas e a condição do mercado financeiro doméstico e internacional fazem parte das principais variáveis que compõem os índices de Risco medidos pelas agências internacionais. Além de todos estes componentes o cálculo do Risco engloba ainda o Risco Cambial que é entendido como a chance de depreciação que a moeda local pode sofrer em relação ao dólar. Ou ainda como a chance que a moeda local tem de tornar-se inconvertível por alguma moeda internacional, seja por falta de reservas ou modificações na legislação do controle de capital²⁰. O comportamento desta variável será analisado nos capítulos posteriores sob diferentes mecanismos de controle inflacionário. Além da importância para esta pesquisa o Risco Cambial é um dos principais componentes do nível de Risco da economia brasileira, principalmente em épocas de crise.

Não somente as economias têm seus índices de Risco medidos com base em variáveis internas mas também têm suas variáveis internas definidas a partir do grau de Risco já estabelecido. Há uma relação bi-causal entre essas variáveis. A composição da taxa de juros doméstica brasileira, por exemplo, tem entre seus principais componentes o nível de Risco País. Por taxa de juros entende-se o prêmio ao capital que poderia estar sendo utilizado de outra forma. Desse modo quanto maior o índice de Risco de determinada economia maior deverá ser o prêmio oferecido ao capital para que sejam realizadas as negociações. E ainda é fácil notar que com uma redução do nível de risco o governo consegue espaço para reduzir sua taxa interna de juros, aumentando por sua vez a taxa de investimento doméstico.

²⁰ Situação onde mesmo possuindo reservas os agentes, por alguma ação do governo, perderiam o direito ou a facilidade em adquirir moeda estrangeira ou somente remetê-las ao exterior. Nas próximas seções avaliaremos a mudança na legislação brasileira de controle de capital.

3.4 O INGRESSO DE INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS NA ECONOMIA BRASILEIRA: 1995 –2004

No início da década de 90, diversas mudanças estruturais elevaram as aberturas financeira e econômica brasileiras. Após a redução da taxa básica de juros nos Estados Unidos a partir dos anos 90, os capitais internacionais que buscavam oportunidades de rendimentos maiores em países com maior risco passam a migrar para economias denominadas emergentes²¹ onde as possibilidades de ganhos e retornos eram mais atrativas. Na primeira metade da década de 90 o volume de investimento direto externo para os países da América Latina passou de 50 para 206 bilhões de dólares, constituindo um aumento de mais de 200% no período. Sendo assim o quadro característico de dificuldade de financiamento dos setores público e privado dos anos 80 desfêz-se. Esta abundância de capitais externos permitiu a introdução do plano Real em 1994, a partir do qual o controle do nível de preços passa a ser baseado na âncora cambial. É válido lembrar que ao longo dos anos 80 o processo de globalização financeira reorientou o fluxo de investimentos externos para as economias mais industrializadas e também para alguns países em desenvolvimento da Ásia. O Brasil nesta fase enfrentava uma forte crise de sua dívida externa apresentando suas contas públicas deterioradas o que, por sua vez, gerou forte instabilidade macroeconômica: inflação, queda da produção e também da renda.

De acordo com o gráfico que segue, observou-se na economia brasileira, no primeiro biênio da década de noventa, uma elevação do nível de capitais internacionais concentrada principalmente na emissão de títulos no exterior – conhecido como endividamento securitizado. A emissão de títulos no exterior nos anos de 1991 e 1992 cresceu 593% em relação ao biênio anterior. Tal expansão continua em 1993 e é somente revertida em 1994 quando o governo adota algumas medidas restritivas a esta modalidade²² de captação externa.

²¹ O termo “economia- emergente” é atualmente utilizado pela imprensa, academia e organismos multilaterais e refere-se a alguns às economias em transição que se caracterizaram como hospedeiras da maior parte do fluxo de investimentos provenientes de economias desenvolvidas nos anos 90

²² Algumas atitudes restringindo o fluxo líquido de capitais que expandiam a base monetária foram adotadas neste período: Foram implantados prazos mínimos para aplicação nestes títulos e também passou a ser cobrado o IOF sobre este tipo de transação. Pretendia-se conter o aumento da dívida pública que oriundo das operações de esterilização realizadas com o intuito de impedir o aumento da base monetária.

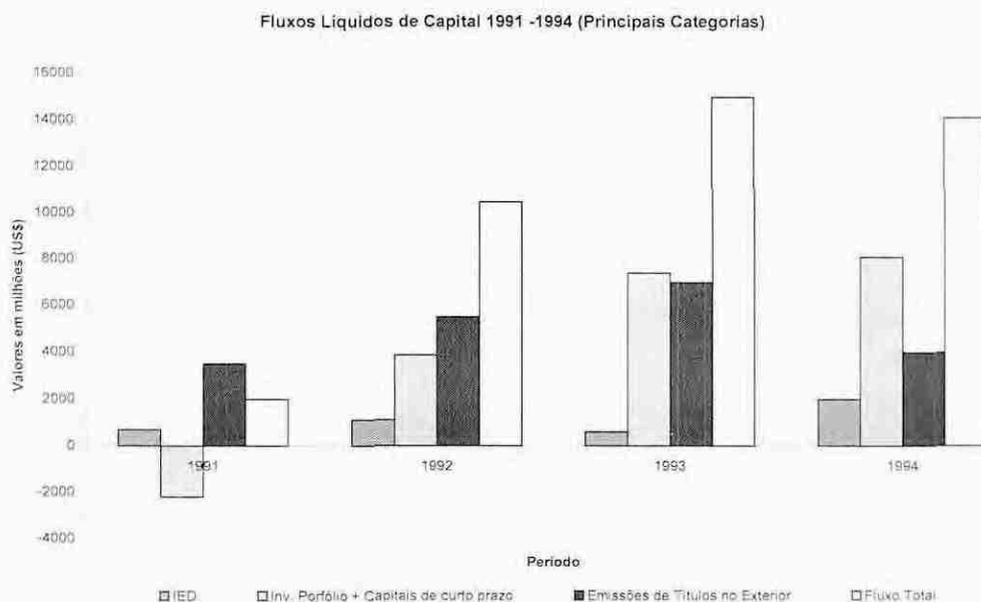


Figura 6: Fluxos líquidos de Capitais 1991- 1994 (Principais modalidades)

Fonte: Banco Central do Brasil

O aumento do fluxo líquido total de capitais externos observado em 1993 e 1994 em comparação ao biênio anterior é em grande parte explicado pelo forte aumento da entrada de investimentos em portfólio e capitais de curto prazo na economia brasileira. O volume total de captações nesta modalidade passa de aproximadamente 37% do total de recursos líquidos auferidos em 1992 para 57% em 1994. Entre os anos 1993 e 1994 os investimentos em portfólio e outros capitais de curto prazo apresentaram taxa de crescimento de 9,5%. Tal crescimento é devido às altas taxas de juros praticadas e também a oportunidade de ganhos na Bolsa de Valores. Mesmo com a queda de emissão de títulos no exterior observa-se que com o aumento do fluxo de investimento em portfólio o fluxo líquido de capitais externos melhorou nos anos subsequentes. Deste modo pode-se concluir que esta elevação não apenas compensou a redução de emissão de títulos como também gerou um incremento no total de recursos auferidos.

As contas externas brasileiras sofreram importantes alterações com a implantação do Plano Real em 1994. Nos primeiros anos da década de 90 a economia brasileira acumulava superávits em transações correntes pois a balança comercial superava a balança de serviços gerando acumulação global de reservas para o país. Nos primeiros anos de implantação, quando a taxa cambial foi mantida fixa e sobrevalorizada, a balança comercial passa a ser também negativa gerando déficits em transações correntes. Nos anos posteriores, com a liberalização da taxa cambial a balança comercial passa novamente a ser positiva mas não o suficiente para eliminar o déficit em transações correntes.

Os investimentos externos diretos tiveram papel fundamental logo na implantação do plano como meio de financiamento do déficit gerado pelo desequilíbrio comercial. Tiveram destaque neste período principalmente os investimentos em portfólio destinados ao mercado acionário e ao mercado de títulos de renda fixa. Em 1994 afluíram aproximadamente 50,6 bilhões de dólares para a economia brasileira de investimentos em portfólio. A tabela seguinte evidencia a transição da situação externa da economia brasileira desde o período que antecedeu a implantação do plano real (1991- 1993), quando nossa economia apresentava elevados níveis de reservas internacionais e saldos positivos em transações correntes, até o ano de 2004 já com o sistema de metas inflacionárias estabelecido e uma situação externa novamente favorável.

Contas Externas Brasileiras 1991- 2004 (Médias anuais em bilhões de US\$)

	1991- 1993	1994	1995- 1998	1999- 2002	2003- 2004
1. Saldo de Transações Correntes	1,4	-1,7	-26,4	-20,1	4
2. Investimento Externo Líquido	11,1	52,1	30	25,4	15,2
2.1 Investimento Direto	0,9	1,5	14,6	24	9,9
2.2 Investimento em Portfólio	10,2	50,6	15,4	1,4	5,3
3. Reservas Internacionais	21,8	38,8	52,2	24,9	20,5

Tabela1: Contas Externas Brasileiras (Médias anuais em bilhões de US\$)

Fonte: Banco Central do Brasil

Ainda nos anos subsequentes à implantação do Plano Real, não pode-se excluir desta análise o importante papel dos investimentos externos obtidos a partir da política de

privatizações. O fluxo de investimentos internacionais destinados à aquisição de empresas brasileiras estatais passou de praticamente zero em 1995 para aproximadamente 5,2 bilhões de dólares em 1997.

Nos últimos anos da década de noventa com as crises russa e asiática, encerra-se o ciclo de alta liquidez internacional observado ao longo desta década. Os efeitos de contágio²³ ocasionados pela desestabilização financeira mundial e elevação do nível de risco das economias emergentes geraram enorme fuga de capitais internacionais, principalmente dos investimentos de portfólio e capitais de curto prazo. A média de entrada destes recursos caiu de 15,4 bilhões entre 1995 e 1998 para somente 1,4 bilhão entre 1999 e 2002, representando queda de 90%. Estes números também refletem a queda nos recursos externos captados pelo setor privado brasileiro. Com a elevação do risco cambial os agentes internos buscaram reduzir seu endividamento em dólar. Assim, restou como alternativa de financiamento do déficit de transações correntes a atração de recursos sob a forma de investimento direto externo.

Os investimentos diretos externos atraídos por novas políticas de privatizações foram responsáveis por 94,5% da média do total de recursos externos obtidos entre 1999 e 2002. Tais recursos concentraram-se principalmente nos setores de telecomunicações e no sistema financeiro nacional já que o governo nacional regulamenta a atividade de bancos estrangeiros no mercado nacional. Ainda durante o ano de 2002 este padrão de financiamento se esgota com o fim das oportunidades aos investidores internacionais e também devido a situação econômica interna.

O grande motor propulsor da elevação da instabilidade brasileira foi a liderança de Luís Inácio Lula da Silva nas pesquisas eleitorais. As agências de Rating internacionais chegaram a cogitar a possibilidade de moratória para o pagamento da dívida brasileira elevando bruscamente seu nível de risco. Tal situação de incerteza desvalorizou fortemente a taxa de câmbio que chegou a ser cotada em 3,95 R\$/1 US\$. Aliada ao desaquecimento do mercado interno a desvalorização cambial gerou efeitos positivos rápidos na balança comercial brasileira e também no saldo de transações correntes. Entretanto tal efeito positivo foi compensado por uma deterioração da conta

²³ Quando instala-se um cenário desfavorável de liquidez mundial ou alguma crise em países específicos, geralmente em, presencia-se uma elevação geral do nível de risco de todas as economias emergentes, ocasionando fuga de capitais destes países considerados mais arriscados pelos investidores. De um modo geral, os fluxos de capitais externos não serão orientados somente pela situação econômica interna do país onde seus recursos estão aplicados mas também pela situação geral das economias emergentes e da condição de liquidez internacional.

de capital. O Saldo líquido de investimentos diretos externos que em 2001 foi de aproximadamente 24 bilhões caiu para 14 bilhões em 2002. Esta redução pode ser explicada pela redução do número de privatizações, pelo baixo crescimento interno e também pela recessão nas economias centrais, fontes provedoras de recursos.

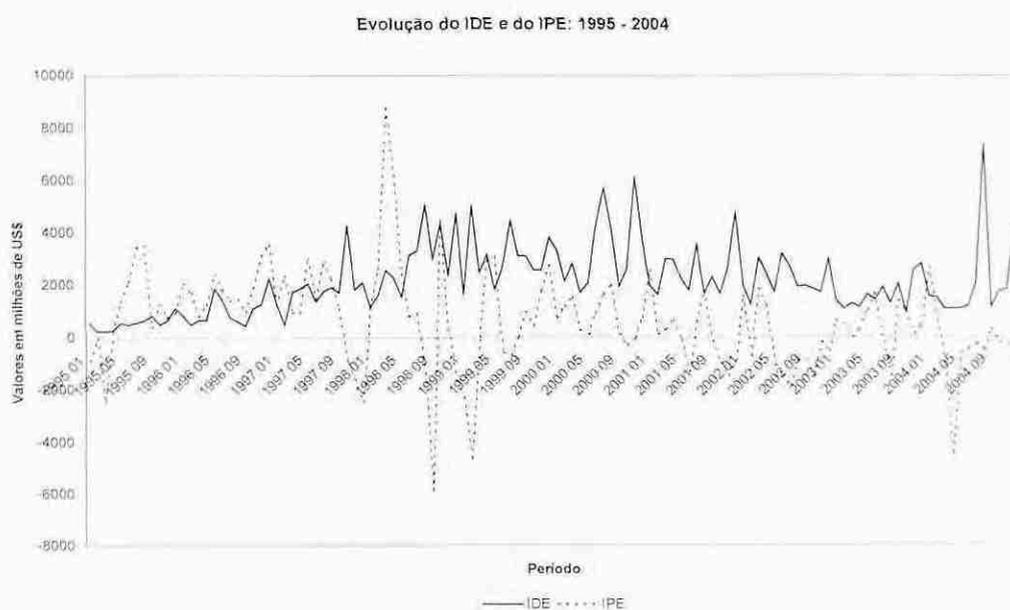


Figura 7: Evolução do Ingresso de IDE e IPE : 1995 - 2004

Fonte: Banco Central do Brasil

A partir do gráfico acima é possível notar que o primeiro pico de investimentos externos diretos brasileiros ocorreu durante o intenso período de privatizações do setor energético a partir de 1996. O mesmo cai bruscamente após este período influenciando também o total dos investimentos externos. Aumento este que não é compensado pelo aumento nos investimentos das demais categorias. Restringindo-se à análise dos investimentos estrangeiros em portfólio observa-se que seu fluxo líquido foi negativo nos períodos de maior turbulência ocorridos na economia brasileira nos últimos anos. Em 1999, por efeito contágio das crises ocorridas e

também pela situação irreal da taxa cambial nacional; e em 2002, quando instalou-se um forte período de instabilidade interna. Em ambos os períodos tivemos forte rebaixamento do nível de Risco País gerando fuga de capitais.

A redução das incertezas provenientes do processo eleitoral brasileiro melhorou a percepção de risco dos agentes da economia brasileira fazendo com que os efeitos negativos da redução do fluxo de capitais internacionais fosse atenuado. As empresas brasileiras voltam a tomar empréstimos no exterior causando uma elevação da taxa de câmbio e mantendo aquecido o mercado externo. Ainda que fora do ciclo de liquidez presenciado nos anos 90, os indicadores externos da economia brasileira mostraram-se mais estabilizados ao final de 2003 e durante o ano de 2004. O Saldo de transações correntes volta a ser positivo e o fluxo de capitais internacionais mostra reações favoráveis.

CAPÍTULO IV

4 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

Neste capítulo serão estimadas equações de determinação do fluxo de investimento internacional para a economia brasileira a luz de variáveis *proxy*²⁴ de situações de incerteza e instabilidade gerados pela modificação e/ou presença de regimes cambiais distintos com o objetivo de controlar a inflação. Tal estimativa está baseada na revisão teórica realizada nos capítulos anteriores onde foram especificados os determinantes do investimento internacional bem como a diferença nos cenários macroeconômicos observados nos regimes de metas de inflação e âncora cambial.

4.1 MODELO ECONOMETRICO E RESULTADOS ESPERADOS

Conforme delatado anteriormente espera-se que o fluxo de investimento direto externo comporte-se de modo menos sensível às variáveis analisadas neste modelo. Entretanto estima-se que tal efeito não seja nulo, tornando válida esta análise. Tal percepção nos permite dividir o ingresso de investimento estrangeiro em dois grandes grupos: Investimento Direto Externo e Investimento em Portfólio, o que implica na realização de dois modelos distintos que serão analisados e estimados separadamente. Com base no estudo teórico realizado parte-se da seguinte equação genérica:

$$\text{IDÉ ou IPE} = f(E, \sigma E, i, \sigma i, \pi, \text{Risco}, D), \text{ onde:} \quad (3)$$

IDÉ = Investimento Estrangeiro Direto;

²⁴ Denominação utilizada nos casos em que a variável desejada para a realização do estudo não está disponível ou não há definição teórica ou ainda cálculo já realizado. Nestes casos utilizam-se variáveis cujo efeito sobre a variável dependente esteja próximo do efeito da variável real.

IPE = Investimento Estrangeiro em Portfólio;

E = Taxa de Câmbio;

σE = Desvio padrão da Taxa de Câmbio;

i = Taxa de Juros;

σi = Desvio padrão da Taxa de Juros;

π = Inflação;

Risco = Risco País; e

D = Variável *Dummy*²⁵ que representa a variação do regime cambial.

A partir da equação acima espera-se que o nível da taxa de juros e sua variabilidade e também que a taxa cambial e sua variabilidade, bem como os níveis de Risco, inflação e o próprio regime cambial adotado nos períodos analisados influenciem o ingresso de capitais estrangeiros direto e em portfólio na economia brasileira.

De acordo com a teoria econômica espera-se que o nível de Risco país apresente impacto negativo sobre as duas modalidades de investimento uma vez que a elevação da percepção de Risco descola os recursos estrangeiros para outras economias. Do mesmo modo, uma elevação do índice de inflação também deverá gerar redução do nível de recursos externos uma vez que contribui para o aumento da incerteza e diminui a capacidade de previsão dos agentes.

Estima-se um efeito positivo da taxa de câmbio sobre o nível de investimento em portfólio já que com a taxa de câmbio valorizada, os recursos em posse dos estrangeiros conseguem adquirir mais ativos internamente. O efeito desta variável sobre o nível de investimento direto é indeterminado. Poderá ser positivo também pela redução do preço dos ativos internos, incentivando a aquisição ou criação de negócios lucrativos. Entretanto, as receitas auferidas (no caso de empresas não exportadoras ou mais atuantes no mercado interno) terão menor valor quando remetidas novamente para o exterior, configurando um impacto negativo no total dos investimentos.

O mesmo acontece com a taxa de juros. Teoricamente esta variável impactua positivamente os investimentos estrangeiros em portfólio. Quanto maior o nível de juros maiores serão os rendimentos obtidos nas aplicações realizadas pelos investidores internacionais. Por

outro lado, no caso dos investimentos diretos este resultado também é indeterminado, podendo ser positivo no caso dos investimentos concentrados no setor bancário, que geralmente apresenta taxas de maior lucratividade com nível mais alto de juros, e negativo a medida que, após a instituição do negócio, for necessária a obtenção de recursos no sistema financeiro nacional. O custo destas operações é mais elevado em níveis mais altos de taxas de juros.

Também estão incluídas neste modelo as variabilidades das taxas de juros e de câmbio que juntamente com modificação do regime cambial, representada por uma variável *dummy*, constituem o centro desta análise já que evidenciam e caracterizam as diferenças observadas na passagem do regime de âncora cambial para o regime de metas inflacionárias.

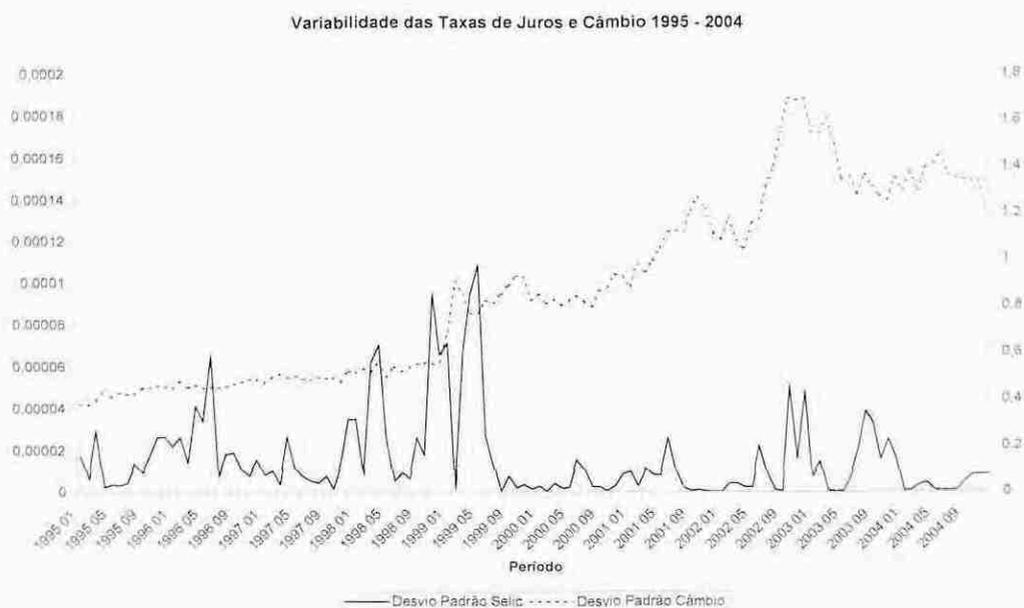


Figura 8: Variabilidade das Taxas de juros e Câmbio 1995- 2004

Fonte: Banco Central do Brasil²⁶

²⁵ Variáveis Dummy são em geral, variáveis qualitativas. Neste modelo a variável Dummy utilizada é dicotômica: Ou o Regime escolhido para combater a inflação é baseado em câmbio fixo (0) ou o regime é de metas de inflação (1), onde o câmbio é flutuante.

²⁶ Estes dados foram calculados a partir das séries da taxa de Selic e da Taxa de Câmbio (R\$/US\$) obtidas no Banco Central do Brasil.

De acordo com o gráfico acima, onde são comparadas as variabilidades das taxas de juros e de câmbio, é fácil perceber que no período de utilização da âncora cambial para controle do nível de preços havia elevada variabilidade da taxa de juros, enquanto a variabilidade da taxa cambial permaneceu baixa e no praticamente no mesmo patamar. Já a partir do período de adoção das metas de inflação, onde a taxa cambial passa a flutuar livremente, observa-se alta variabilidade da taxa cambial e baixa variabilidade no nível de juros. Desta forma ficam evidentes as diferenças no comportamento destas variáveis macroeconômicas nos dois regimes analisados, permitindo a formulação de hipóteses e posterior comprovação do impacto destas diferenças sobre o fluxo de investimentos estrangeiros. Espera-se que tanto a variabilidade cambial quanto a variabilidade da taxa de juros tenham impacto negativo sobre o ingresso de capital externo na economia brasileira uma vez aumentam a incerteza e a precisão nos cálculos de rendimentos auferidos.

Por fim, está também presente no modelo a alteração do regime de câmbio fixo para o câmbio flutuante. Este efeito é indeterminado pois encontramos elementos favoráveis para o ingresso de capitais internacionais nos dois regimes. Durante o período de âncora cambial, considerando que a taxa de câmbio fixada é crível, os investidores não precisariam incorporar em seus modelos de rendimento expectativas de desvalorização cambial e também poderiam adquirir maiores rendimentos com a maior variabilidade do nível de juros. Por outro lado, conforme apontado anteriormente, a adoção do regime de metas inflacionárias melhora a percepção internacional da economia uma vez que a credibilidade do governo aumenta. Estes fatores contribuem para a redução do nível de Risco elevando o ingresso de capital externo.

4.2 DESCRIÇÃO DOS DADOS

O período desta análise inicia em janeiro de 1995 quando regime de âncora cambial já está instituído e encerra em dezembro de 2004 contemplando aproximadamente 5 anos de utilização do regime de metas inflacionárias. O ano de 1994, quando foi instituído o Plano Real, foi excluído da análise pois apresenta variáveis discrepantes e que fogem da realidade apresentada ao longo das séries.

Como representante do nível de juros foi selecionada a taxa Selic²⁷, taxa básica de juros da economia brasileira, com periodicidade mensal, obtida junto ao Banco Central do Brasil. A variabilidade do nível de juros está representada pelo desvio padrão mensal calculado com base em uma série diária da taxa Selic obtida também junto ao Banco Central do Brasil.

Os dados da taxa de câmbio R\$/US\$ com periodicidade mensal²⁸ (fechamento cambial ao final do período) foram obtidas junto ao IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada). A variabilidade cambial está também representada pelo desvio padrão mensal da taxa de câmbio calculado com base em uma série diária da taxa de câmbio obtida na mesma instituição.

Como medidor da inflação utilizou-se a variação percentual mensal do IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo). É importante destacar que as metas de inflação estipuladas pelo Banco Central são realizadas sobre este índice. Esta série histórica mensal foi obtida junto ao IPEA.

O Risco País utilizado nesta análise é o EMBI (Emerging Market Bond Index) calculado para o Brasil pelo Banco JP Morgan. Para este modelo utilizou-se a média mensal deste índice calculada com base em uma série diária disponibilizada também pelo JP Morgan.

Além de fazer uso de variáveis que representam as diferenças entre os regimes de combate inflacionário via taxa de câmbio adotados na economia brasileira entre 1995 e 2004, utiliza-se nesse modelo uma variável dummy diferenciando os meses em que a taxa de câmbio esteve ancorada do período pós a adoção das metas inflacionárias, quando o câmbio foi flexibilizado. Assumiu-se o valor "0" para o período compreendido entre janeiro de 1995 e maio de 1999 e o valor "1" para os meses posteriores.

4.3 RESULTADOS

Em termos econométricos, para a determinação do modelo final para a avaliação dos determinantes de investimento direto estrangeiro e de portfólio, partiu-se de um modelo inicial onde foram utilizadas todas as variáveis propostas na revisão teórica. A partir destes resultados

²⁷ A taxa Overnight / Selic é a média dos juros que o Governo paga aos bancos que lhe emprestaram dinheiro. Neste caso, refere-se à média do mês e serve de referência para outras taxas de juros do país

²⁸ Taxa observada ao final do período.

preliminares foram excluídas todas as variáveis consideradas não significativas e também às variáveis que mostraram sinal de reação contrário ao previsto pela teoria econômica alcançando os resultados finais.

Foram utilizados também testes de autocorrelação²⁹ serial. No caso do investimento estrangeiro direto, onde usou-se a variável dependente defasada como variável explicativa, realizou-se o cálculo da estatística “h” de Durbin³⁰ indicada para testar a presença de autocorrelação serial em modelos autoregressivos³¹. Já no caso dos investimentos estrangeiros em portfólio foi utilizado o teste LM ³² para detecção de autocorrelação de 2ª ordem nos resíduos.

4.3.1 Modelo 1: Estimação do Investimento Estrangeiro em Portfólio (IPE)

A tabela (2) mostra o resumo dos resultados da regressão para o caso dos investimentos em portfólio. Note que a equação foi estimada por mínimos quadrados ordinários (exceto no caso da correção de correlação serial, quando o método de estimação é por máxima verossimilhança)³³.

²⁹ A presença de correlação serial normalmente faz com que os coeficientes encontrados sejam considerados não-significativos quando na verdade são estatisticamente significantes. A hipótese nula, que considera os coeficientes iguais a zero, não consegue ser rejeitada ao nível de significância adotado. Os testes usuais t e F perdem sua validade.

³⁰ O cálculo da estatística h de Durbin pode ser obtido através da equação $h = (1 - 1/2d) \sqrt{n/(1-n)} \gamma$ onde d= é a estatística do teste Durbin Watson para correlação serial, n é o número de observações da amostra e γ é variância do coeficiente defasado. De acordo com GUJARATI (2000) caso h se encontre no intervalo (-1,96 , 1,96) a hipótese nula de que não existe correlação serial de primeira ordem não deverá ser rejeitada e os testes F e t são confiáveis.

³¹ Para GUJARATI (2000) modelos auto-regressivos são aqueles onde a variável dependente é usada em sua forma defasada como variável explicativa.

³² O Teste LM de correlação serial de 2ª ordem pode ser descrito conforme a equação (1) $Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_t + u_t$, onde (2) $u_t = \beta_0 + \beta_1 u_{t-1} + \beta_2 u_{t-2} + e_t$ podendo ser calculado por nR^2 onde n é o número de observações da amostra e R^2 é o coeficiente de ajuste da equação (2). Tem-se que nR^2 tem distribuição Qui-Quadrado com k graus de liberdade, onde k é o número de defasagens na equação (2).

Tabela 2: Resumos dos Resultados da Regressão: IPE

Variáveis Independentes	Resultado Preliminar			Resultado Final		
	Coefficiente	T-Statistic	P-Value	Coefficiente	T-Statistic	P-Value
C	3.662,44	4,34	0,000	3.529,02	6,545	0,000
D	-283,6	-0,44	0,655			
i	19.596,78	-0,54	0,586			
e	3.496,92	1,811	0,072	2.562,97	1,84	0,067
σ_i	-89.569,89	-2,16	0,032	-136.258	-4,570	0,000
σ_e	-9.086,20	-2,06	0,041	-7.551,18	-1,846	0,015
Risco	1,7427	3,14	0,002	-1,03	-1,95	0,053
π	-58.847,07	-1,85	0,066			
AR (1)				0,495	5,42	0,000
AR (2)				-0,28	-3,09	0,002
<hr/>						
R ²		0,302			0,43	
R ² Ajustado		0,259			0,40	
DW		1,281			2,06	
F- Statistics		6,94			14,45	
Prob (F-Statistics)		0,00			0,00	
LM CSerial (NR ²) 2 defas.		29,53				

Tabela 2: Resumos dos Resultados da Regressão: IPE

Fonte: Elaborada pelo autor

Verificou-se que de acordo com os resultados preliminares as variáveis dummy para o regime cambial (D), taxa de juros (i) e inflação, media pela variação do IPCA (π) não foram estatisticamente significantes no período analisado e, portanto, foram excluídas do modelo. Todas as variáveis tiveram coeficientes estimados de acordo com o previsto pela teoria econômica. O valor do teste Durbin –Watson permite que seja rejeitada a hipótese nula de que não existe autocorrelação dos resíduos do modelo. De fato, o teste LM para correlação serial de segunda também indica que não se pode rejeitar a hipótese nula de que existe autocorrelação.

Deste modo, na equação do resultado final tem-se apenas as variáveis com coeficientes estatisticamente significantes e com os erros já corrigidos para a presença de correlação arial.

³³ Os resultados foram obtidos a partir do uso do software E-views.

Neste caso, o melhor resultado foi aquele obtido com duas defasagens para o erro³⁴ – o que pode ser evidenciado pela própria mudança do valor do DW (mais próximo de 2).

A partir desta equação pode-se afirmar que a taxa de câmbio (ϵ) tem impacto positivo na determinação do IPE. Isso acontece porque quanto maior a taxa cambial maior o poder de compra da moeda internacional e portanto maior o direcionamento de capital estrangeiro para a economia brasileira.

Da mesma forma, conforme previsto pela revisão teórica deste trabalho os desvios-padrão das taxas de juros e taxa de câmbio, σ_i e σ_ϵ , têm impacto negativo sobre o ingresso de capitais de portfólio. Conforme apontado por CANUTO (2002) a variabilidade cambial aumenta o grau de instabilidade do ambiente econômico fazendo com que as previsões dos agentes fiquem deturpadas reduzindo assim o interesse em aplicar seu capital nesta economia. O mesmo fenômeno é observado com relação à variabilidade da taxa de juros. Na verdade, muitos estudos argumentam que a instabilidade de uma variável pode ser mais impactante do que a própria variável em diversos contextos, como crescimento econômico e investimento (ver, por exemplo, Reinhart & Reinhart.). Os resultados acima comprovam este argumento na medida em que o valor da Selic não tem impacto relevante sobre o IPE, mas a variabilidade da Selic tem impacto adverso sobre a atração de IPE.

O cálculo de elasticidades no ponto médio³⁵ no período mostra que esta modalidade de investimento mostrou-se bem mais sensível à variação cambial, do que a variação da taxa de juros, com coeficientes de elasticidade iguais à 11,13 e $-0,48$ respectivamente. Este aspecto evidencia o fato de que qualquer investimento estrangeiro aplicado em algum ativo na economia brasileira sofrerá os efeitos de uma variação cambial, enquanto os efeitos de variações na Selic são comente absorvidos pelos títulos cujo rendimento está baseado em variações da taxa de juros. Em geral, pode-se dizer que os rendimentos de ações, por exemplo estão, ao menos diretamente, desvinculados das oscilações da taxa de juros.

Os investimentos estrangeiros em portfólio mostraram-se também mais sensíveis à variabilidade cambial do que a própria taxa cambial, onde a elasticidade do ponto médio é igual a $-8,31$. Isso deve-se ao fato de que os investidores, ao formularem suas expectativas, incluem em

³⁴ As tentativas com 1 e 3 defasagens demonstraram-se inferiores, em termos de valor de DW e significância dos coeficientes associados com os termos erros defasados.

³⁵ Considerando uma equação de reta genérica $Y = a + bX$ a elasticidade no arco ou ponto médio pode ser calculada através da expressão: $EY,X = \Delta\%Y / \Delta\%X = (\Delta Y/Y) / (\Delta X/X) = (\Delta Y/\Delta X)(X/Y) \cong (\partial Y/\partial X)(X/Y) = b \cdot (\text{Média } X / \text{Média } Y)$.

seus modelos a expectativa de desvalorização da moeda e, em cenários de maior variabilidade da taxa de câmbio, estas previsões tornam-se menos confiáveis, impedindo que os retornos sejam medidos com precisão tornando a economia menos atrativa para o ingresso de capitais internacionais.

A equação mostra também que quanto maior o nível de inflação, medido neste caso pelo IPCA, menor o ingresso de investimento estrangeiro em portfólio. Maiores variações de preços tornam o ambiente econômico mais instável, afastando os investimentos estrangeiros. Elevações no nível de preços interno também modificam os preços relativos, tornando os ativos internos menos atrativos.

Com relação à última variável analisada neste modelo, Risco, é possível afirmar que conforme o previsto, quanto maior o nível de risco-país da economia, menor é o ingresso de capitais estrangeiros. Tal coeficiente mostra que os investidores estrangeiros mostraram-se avessos ao risco³⁶ no período analisado.

4.3.2 Modelo 2: Estimação do Investimento Estrangeiro Direto (IDE)

A tabela (3) mostra o resumo dos resultados da regressão para o caso dos investimentos diretos externos. Note que a equação foi estimada por mínimos quadrados ordinários.

Tabela 3: Resumo dos resultados da Regressão: Variável Dependente IDE

Variáveis Independentes	Resultados Preliminares			Resultados Finais		
	Coefficiente	T-Statistic	P-Value	Coefficiente	T-Statistic	P-Value
C	3.775,71	6,09	0,000	1.437,90	5,15	0,000
D	996,43	2,12	0,003	470,15	2,06	0,041
i	- 80.503,94	-3,05	0,002	-	-	-
E	2.060,81	1,45	0,149	-	-	-
σ_i	34.601,88	1,13	0,258	-	-	-
σ_E	-6.024,15	-1,85	0,065	-	-	-
Risco	0,90	2,21	0,029	-	-	-
π	-25.339,35	-1,086	0,279	-35.117,19	-1,89	0,060

³⁶ De acordo com Pindyck (2002) são considerados indivíduos avessos ao risco os investidores que mesmo com altas taxas de retorno, preferem ativos menos rentáveis mas com menor risco. Sua função utilidade pode ser demonstrada por uma função $U = X^\alpha$, onde α é menor que a unidade.

IDE (-1)	-	-	-	0,32	3,62	0,00
R^2		0,23			0,21	
R^2 Ajustado		0,19			0,19	
F- statistics		5,03			10,78	
Prob (F- statistics)		0,00			0,00	
DW / D- h		2,11			-1,43	

Fonte: Elaborada pelo autor

A partir dos resultados preliminares apresentados na tabela (3) verificou-se as variáveis e , σ_i e π não são estatisticamente significantes e foram portanto excluídas do modelo. Deve-se observar que a inflação (π) além de não ter sido significativa para o modelo apresentou resultado contrário ao previsto pela teoria econômica. Considerando a hipótese de que o investimento estrangeiro direto é também função do investimento do período anterior, incluiu-se no modelo o investimento defasado IDE (-1). Isso acontece pois nesta modalidade de investimento após a tomada de decisão os agentes não reformulam suas expectativas rapidamente. Ou seja, se uma empresa foi adquirida, representando um ingresso positivo de capitais, provavelmente tal aquisição gerará novas inversões nos períodos posteriores (especialmente considerando que os dados são mensais).

A partir dos resultados finais é possível perceber que com a inclusão da variável IDE (-1) algumas variáveis foram excluídas do modelo (i e σ_c) pois perderam significância ou apresentaram resultados diferentes do esperado. Desta forma, a equação representativa do resultado final detém como variáveis significantes apenas o investimento direto externo defasado, a inflação e o regime cambial.

De acordo com o previsto, a equação final nos mostra que o investimento estrangeiro direto é bem menos sensível às variáveis de risco utilizadas neste modelo.

O nível de inflação (π) apresenta impacto negativo e significativo sobre o ingresso dos IDE. Quanto maior a instabilidade dos preços, maior a incerteza em relação ao clima de investimento. A aquisição de máquinas, equipamentos e outros investimentos nos setores produtivos é, então, associada a um nível mais elevado de imprevisibilidade que decorre diretamente de políticas monetárias menos eficientes com relação ao combate à inflação.

De acordo com o que foi descrito anteriormente, vê-se que o investimento direto defasado tem impacto positivo sobre o nível de investimento corrente. A relação positiva, neste caso, está diretamente relacionada a algum grau de irreversibilidade do IDE, que envolve projetos de construção de novos empreendimentos (i.e., *greenfield investments*).

Outro resultado importante obtido através da estimação da equação para o IDE é que a variação do regime cambial, representada pela variável dummy, possui significância e seu valor é positivo, fazendo com que se possa afirmar que a passagem do regime de âncora cambial para o regime de metas de inflação foi favorável para a atração de IDE. Este resultado pode ser explicado pelas modificações das expectativas dos agentes que estão relacionadas à credibilidade do governo e bancos centrais. Viu-se que no regime de metas de inflação o aumento da transparência e o comprometimento que as autoridades monetárias adquirem para o cumprimento das metas eleva consideravelmente a credibilidade destas instituições.

CAPÍTULO V

5 CONCLUSÃO

O objetivo central deste trabalho foi avaliar os diferentes cenários macroeconômicos gerados à luz da adoção do regime de metas de inflação em detrimento ao regime de âncora cambial e o seu conseqüente impacto sobre o ingresso de investimentos diretos estrangeiros e em portfólio. A partir da resenha teórica realizada pode-se afirmar que há diversas possibilidades de execução de políticas monetárias com o objetivo de controlar a instabilidade macroeconômica favorecendo o ambiente para a atração dos investimentos estrangeiros. No regime de âncora cambial as limitações de execução da política monetária são evidentes. Todas as realizações ativas na economia concentram-se na manutenção da paridade cambial pré-estabelecida, deixando a economia extremamente vulnerável a choques externos. No caso da adoção de metas inflacionárias, há maior possibilidade de reação aos choques externos pois as variações ocasionadas no balanço de pagamento poderão ser ajustadas através de variações da taxa cambial.

No que se refere à questão da credibilidade das instituições econômicas constatou-se que no regime de âncora cambial este aspecto está diretamente ligado à presença e/ou manutenção do nível de reservas internacionais, uma vez que há a necessidade de recursos externos para que o Banco Central possa intervir no mercado cambial sempre que preciso para garantir a oferta de moeda estrangeira no patamar definido. Já no sistema de metas de inflação esta questão correlaciona-se com o grau de comprometimento e transparência das autoridades monetárias ao realizarem as políticas monetárias com o objetivo de atingir as metas propostas.

As evidências históricas para o caso brasileiro mostram que a estabilização de preços durante o Plano Real foi alcançada graças ao cenário macroeconômico observado no período pré-instituição do plano. O elevado volume de reservas internacionais e também as políticas de privatizações realizadas ao longo da década de 90 colaboraram para que a taxa cambial se mantivesse estável e o nível de preços controlado, configurando um ambiente favorável para a atração dos investimentos estrangeiros nos primeiros anos de sua implantação. Nos anos subseqüentes, dada a impossibilidade de reação aos choques externos e a não sustentabilidade da competitividade dos produtos brasileiros no mercado internacional, o regime de âncora cambial

foi abandonado e a taxa cambial brasileira fortemente desvalorizada. Viu-se que com a desvalorização cambial há um reajustamento dos preços internos elevando as expectativas de inflação, fazendo com as autoridades monetárias buscassem meios alternativos de controle inflacionário e de instabilidade.

Conforme o esperado, a partir das evidências empíricas, conclui-se que as variáveis utilizadas neste trabalho têm impacto maior sobre o fluxo de investimento de portfólio. Neste modelo as variabilidades das taxas de câmbio e de juros, Risco País e também a taxa de câmbio mostraram-se significantes e relevantes para a determinação do fluxo de investimento de portfólio. Observou-se ainda que neste caso a variabilidade do nível de juros assume maior importância no modelo do que a própria variável taxa de juros.

No caso do modelo de investimentos estrangeiros diretos, foram significativos para sua determinação, o próprio nível de investimento defasado, a variação do nível de preços medida pelo IPCA e também a alteração do regime cambial de âncora cambial para metas de inflação. Com relação a esta última variável este resultado corrobora a hipótese do modelo teórico em que a credibilidade atribuída a um regime monetário influencia diretamente a atração de investimentos estrangeiros de média e longa maturação. Neste contexto é possível afirmar que o regime de metas de inflação, para o caso brasileiro no período analisado, assumiu maior nível de credibilidade quanto ao seu alcance em termos de redução de inflação, redução do nível de risco e sustentabilidade de longo prazo.

Mais especificamente, com relação ao modelo de investimento de portfólio estrangeiro os resultados claramente evidenciam a importância das variáveis de risco sobre a atração de IPE. De modo distinto ao caso do IDE, um aumento da instabilidade macroeconômica de curto prazo medida pela variabilidade dos juros, pela variabilidade cambial e também pelo Risco-País inibe o ingresso IPE, caracterizando portanto a natureza de aversão ao risco dos investidores internacionais.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFIAS

AMAL, M., SEABRA, Fernando. **Determinates do Investimento Externo Direto (IDE) Na América Latina: Uma perspectiva institucional.** Anais do XXXIII Encontro Nacional de Economia. N 76. 2005. Disponível em <http://ideas.repec.org/p/anp/en2005/076.html> Acesso em 20/08/2006.

ARAÚJO, C. H. ; FLORES, R. G. **Capitais internacionais: Complementares ou substitutos?** Ensaios Econômicos, EPGE, FGV, 506, 2003. Disponível em: epge.fgv.br/portal/arquivo/1451.pdf Acesso em 10/08/2006

BLANCHARD, Oliver. **Macroeconomia: Teoria e Política Econômica.** São Paulo, Campus,1999.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: www.bcb.gov.br Diversos acessos

BEONDI, Roberta L. ; TONETO, Rudinei. O Desempenho dos países que adotaram o Regime de Metas Inflacionárias: Uma Análise Comparativa. Textos para discussão FEA-RP/USP Disponível em: http://www.ipe.usp/textos_32.pdf Acesso em dezembro de 2005

CANUTO, Otaviano e HOLLAND Márcio. **Flutuações Cambiais, Estratégias de Políticas Monetárias e Metas de Inflação.** Disponível em: <http://www.sitesuol/ocanuto/trab24.pdf.com.br> Acesso em 10/08/2006

DEBELLE, Guy; FISCHER, Stanley. **How independent should a Central Bank.** In: Fuher, Jeffrey C. (ED) Goals, Guidelines and Constraints Facin Monetary Police Makers. Boston, MA, Federal Reserve Bank of Boston, 1994.

DE NEGRI, J., ACIOLY, L. **Novas Evidências sobre os Determinantes do Investimento Externo na Indústria de Transformação Brasileira**. Texto para Discussão do IPEA n 1019. Brasília, 2004. Disponível em http://www.ipea.gov.br/pub/td_1019.pdf Acesso em 09/08/2006

LIMA JUNIOR, ^a J. M. **Determinantes do Investimento Direto Estrangeiro no Brasil**. CEDEPLAR: Belo Horizonte, 2005.

FMI. **BALANCE OF PAYMENTS MANUAL**. Ed 5. 2002. Disponível em www.imf.org/external/np/ta/bop/BOPman Acesso em 25/07/2006

FROYEN, Richard. T.: **Macroeconomia**. University of North Carolina. São Paulo: Saraiva, 5^a edição 1999.

GONÇALVES, Reinaldo. **A nova economia internacional: Uma perspectiva brasileira**. Rio de Janeiro: Noca Fronteira, 1999.

MANKIW, N. Gregory. **Macroeconomia**. Rio de Janeiro: Guanabara Koogan: LTC, 1995.

MISHKIN, Frederic S. **Strategies For Controlling Inflation**. NBER /working Paper Series 6122. Cambridge: Agosto, 1997. Disponível em: <http://www.nber.org/paper/w6122>. Acesso em 05/11/2004.

MISHKIN, Frederic S. **Inflation Targeting in Emerging Countries**. NBER /working Paper Series 7618. Cambridge: Março, 2000. Disponível em: <http://www.nber.org/paper/w7618>. Acesso em 05/11/2004.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, Bancos e Mercados Financeiros**. Rio de Janeiro: Guanabara Koogan: LTC, 1999.

PINDYCK, Robert S. e RUBIENFEL, Daniel L. **Microeconomia**. São Paulo: Prentice Hall, 2002.