

Mundialização financeira e investimento direto estrangeiro: notas sobre a experiência brasileira recente*

André Luís Forti Scherer**

A análise do investimento multinacional e da finança internacional tem sido geralmente realizada de modo estanque, o que tem dificultado a percepção de que o aumento no fluxo do investimento direto estrangeiro (IDE), principal instrumento de internacionalização das atividades das empresas multinacionais, encontra-se estreitamente relacionado ao novo papel desempenhado pela finança no contexto econômico internacional a partir de sua liberalização. Apesar de mudanças significativas na forma assumida pelo IDE, com o aumento das fusões e aquisições e a participação das empresas multinacionais nos processos de privatização, a quase totalidade dos estudos sobre o tema tem por base uma visão exclusivamente produtiva das motivações do IDE (proximidade aos mercados consumidores, acesso às matérias-primas, racionalização da produção, internalização de mercados, etc.). Não tem sido devidamente considerado que o processo de decisão empresarial encontra-se cada vez mais submetido a uma *lógica financeira*, o que impõe uma outra natureza de exigências quanto a rentabilidade, o prazo de maturação e a forma desses investimentos.

Nesse artigo, procura-se assimilar os fatores que influenciam a capacidade de atração dos investimentos diretos externos à interpretação do sistema econômico contemporâneo como um *"regime de acumulação sob dominância financeira"* (CHESNAIS, 1997^a e 1997b) ou àquela que vê na *"financeirização global"* o padrão sistêmico da riqueza atual (BRAGA, 1997)¹, para, a partir daí, efetuar algumas observações quanto à natureza dos fluxos de IDE verificados na economia brasileira na segunda metade da década de 90.

* Trabalho realizado com auxílio da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado do Rio Grande do Sul (FAPERGS).

** Economista, Técnico da FEE, Professor da PUC/RS. Doutorando na Universidade de Paris-Nord com auxílio da CAPES.

O autor agradece aos comentários realizados por Alexandre Comin e François Chesnais a uma versão preliminar do artigo, eximindo-os de qualquer responsabilidade pelos erros porventura remanescentes.

¹ Mesmo partindo de caminhos diferentes (Chesnais analisa o *"regime de acumulação"* enquanto Braga busca a *"maneira de ser da riqueza na economia contemporânea"*), essas interpretações do estágio atual do sistema econômico podem ser consideradas como complementares, compartilhando muitas de suas conclusões. Uma hipótese comum é particularmente importante para o desenvolvimento do presente artigo: a idéia de que os eventos que caracterizam a economia contemporânea *"fazem parte de um mesmo sistema"* (CHESNAIS, 1997^a, p.62 e BRAGA, *op. cit.*, p.196), devendo ser considerados *"em sua totalidade"*. Daí advém a necessidade da abordagem teórica dos investimentos diretos estrangeiros levar em conta o papel dominante do capital financeiro – e da lógica que orienta as decisões sob sua influência – para a economia contemporânea. Seguindo a mesma via, Belluzo afirma que as questões que afetam as estratégias de localização e as mudanças morfológicas da moderna corporação transnacional somente

1 - A lógica de decisão do investimento direto externo no contexto de uma economia sob dominância financeira

O processo de liberalização dos fluxos internacionais de capitais deu-se em nome de uma maior eficiência do sistema financeiro², a qual era portadora da promessa de redução dos custos de financiamento do desenvolvimento das atividades produtivas.

Paradoxalmente, a principal manifestação do atual caráter dominante do capital financeiro pode ser observada justamente *"na diferença existente, a longo prazo, entre os valores dos papéis que representam a riqueza (moedas convertíveis no mercado internacional e ativos financeiros) e os valores dos bens, serviços e das bases tecno-produtivas sobre as quais se fundamenta a reprodução da vida e da sociedade"* (BRAGA, *op.cit.*, p.196).

A situação das transações internacionais no mercado cambial é talvez o principal exemplo da discrepância atualmente existente entre os volumes negociados nos mercados financeiros e as necessidades da economia real. Estimativas mostram que, para uma circulação diária entre 1300 e 1500 bilhões de dólares, apenas 8% em média são destinados ao pagamento de transações comerciais internacionais ou à investimentos

A "dominação" da esfera financeira não tem por atores exclusivos as empresas tradicionalmente ativas como prestadoras de serviços financeiros. A relação existente entre o capital industrial e o capital financeiro nos grupos multinacionais obedece a uma lógica econômica e gerencial que reforça o papel central da finança para a acumulação de capital na economia contemporânea. Por um lado, os grupos multinacionais estruturam suas atividades a partir de um centro financeiro, o qual comanda a estratégia de valorização de seus ativos segundo uma lógica financeira, independentemente da natureza comercial, industrial ou financeira destes. Por outro, a geração de imensos volumes de capital faz com que os diretores industriais e comerciais compartilhem mesmo as atribuições que eram destinadas exclusivamente aos gestores financeiros das empresas, mas ao preço de adotarem a lógica de decisão que orienta as ações destes (BRAGA, *op. cit.*, p.220). É evidente que tal situação conduz a uma assimetria interna de poder, na qual a lógica financeira do centro tende a ser "internalizada" pelas

podem ser corretamente compreendidas à luz das transformações ocorridas no sistema financeiro (BELLUZO, 1997, p.191).

² "Os mercados financeiros são eficientes na avaliação do valor fundamental [de um título] se o preço de mercado reflete corretamente esse valor fundamental, ou seja, a soma atualizada dos fluxos de rendas futuras antecipadas e presentes às quais o título dá direito" (HALARY, 1998).

unidades produtivas em suas decisões.

A presença cada vez mais freqüente dos investidores institucionais – principalmente os fundos de pensão – entre os principais acionistas dos grandes grupos industriais apresenta-se relacionada ao seu modo de organização e à implementação de uma lógica estritamente financeira de valoração de suas atividades.³ Como mostra SERFATI (1996, p.179), existe uma primazia da valorização dos direitos de propriedade representados pelas ações com relação à dimensão industrial dos grupos geridos conforme a lógica patrimonial dos investidores institucionais. É possível observar o crescimento do poder dos acionistas na *corporate governance* como uma contrapartida natural ao aumento do poder dos investidores institucionais nas empresas não-financeiras.⁴

As repercussões da institucionalização da influência dos acionistas principais sobre as decisões das empresas são múltiplas. A partir da forma de organização em *holding* comandada por um centro financeiro e do poder conferido aos atores da finança institucional, a avaliação dos novos investimentos dos grupos multinacionais industriais passa quase que exclusivamente por critérios financeiros. A "*preferência absoluta pela liquidez*", a comparação constante entre os rendimentos de ativos os mais diversos e a crescente sensibilidade frente as taxas de inflação são alguns dos princípios canônicos que regem o comportamento dos atores nos mercados financeiros e que são transferidos à gestão das atividades produtivas com pouca ou nenhuma mediação. Eles conduzem à preferência por investimentos de curto prazo, ao aumento em importância dos processos de fusão/aquisição – em detrimento dos investimentos criadores de novas capacidades produtivas – e à presença dos grupos multinacionais entre os mais importantes investidores nos mercados financeiro e de capitais internacional. Ao mesmo tempo, as altas taxas de juros reais e o fraco crescimento da demanda não induzem os grupos industriais aos investimentos em criação/ampliação de capacidade produtiva.

³ A participação acionária dos investidores institucionais nos grupos industriais foi crescente ao longo da década de 90, de modo que as ações de empresas representavam 50% dos ativos dos *mutual funds* em 1994 (SERFATI, *op.cit.*, p.179). Em sentido inverso, mais de 50% das ações de empresas norte-americanas cotadas em bolsa eram propriedade de investidores institucionais (RUIGROK e van TULDER, 1995, p.98).

⁴ A expressão *corporate governance* diz respeito ao modo como os financiadores de um empreendimento podem se assegurar quanto ao retorno que terão de seu investimento (SHLEIFER e VISHNY, 1997), ou seja, as formas utilizadas para controlar o uso dos recursos por eles adiantados. Em um contexto de financeirização da economia e de maior poder dos investidores institucionais, a *corporate governance* designa a entrada no organograma da direção dos grandes grupos industriais de administradores independentes, os quais representam os fundos de pensão e os *mutual funds* conforme seu peso acionário na empresa (CHESNAIS, 1997b, p.25).

Resulta daí uma redução tanto na quantidade quanto na qualidade dos investimentos industriais realizados a partir dos anos 80. Quantitativamente, esses perdem sua atratividade frente aos altos rendimentos e ao pequeno risco das aplicações financeiras. Qualitativamente, os investimentos em pesquisa e treinamento – investimentos ditos intangíveis -, os quais comportam riscos de difícil avaliação monetária e contábil, são freqüentemente preteridos por aqueles capazes de gerar uma maior massa de recursos em menor prazo de tempo, tanto nas cadeias de distribuição quanto no setor financeiro.⁵ Conforme O'SULLIVAN (1998), os acionistas que não possuem envolvimento maior com o processo produtivo da empresa (*outsiders*) e buscam um retorno de curto prazo para seus investimentos estão entre aqueles que possuem a menor motivação para o financiamento dos investimentos de longo prazo característicos do processo de inovação.⁶

A disponibilidade de liquidez elevada e a fraqueza da demanda incita os grupos multinacionais de origem industrial a se colocarem entre os principais atores dos mercados financeiros internacionais. Esses grupos contavam com uma maior quantidade de ativos financeiros (13.000 bilhões de dólares) que os bancos (8.500 bilhões de dólares), as companhias de seguros (6.700 bilhões de dólares) e os fundos e pensão (6.500 bilhões de dólares), conforme MIRANDA (1997, p.243). Esse poderio faz das corporações multinacionais atores mais pujantes no mercado internacional do que os segmentos eminentemente financeiros considerados individualmente, mostrando a importância da finança na estratégia desses grupos e tornando compreensível a adoção da mesma lógica de decisão para o conjunto de suas atividades.

A presença dos grupos multinacionais é principalmente destacada no que se refere às operações no mercado cambial. A atuação em diversos mercados nacionais lhes dá a necessária competência no manejo dos mais diversos instrumentos de proteção frente ao risco. Sua presença nos mercados de produtos derivados envolvendo moedas era responsável por cerca de 50% das operações *stock* em 1993, conforme dados do BIS (Banco de Compensações Internacionais), sendo essas empresas participantes

⁵ AGLIETTA (1995, pp. 18 e 19) mostra que os novos produtos financeiros favoreceram o investimento apenas das maiores empresas, enquanto que o crescimento da parte do setor privado para a formação bruta de capital das economias avançadas apresentou um desempenho medíocre nos primeiros anos da década de 90, o mesmo acontecendo com os gastos em P&D no período entre 1985 e 1991.

⁶ "As *portfolio investors and thus outsiders to organizational learning processes in the enterprises in which they hold stock, they may have little interest in, or knowledge of, the organizational requirements of innovation, and hence tend to favour financial liquidity over financial commitment. Given their quest for liquidity (...) they (shareholders) are the last group that one would expect to provide the financial commitment that long-term investment require*" (O'SULLIVAN, 1998, p.189, grifo do autor).

habituais dos movimentos especulativos desestabilizadores das paridades cambiais vigentes (SERFATI, *op.cit.*, p.155).

O aparentemente paradoxal crescimento dos lucros e da capacidade de autofinanciamento dos grupos multinacionais em um contexto de fraco crescimento da economia mundial deve, portanto, ser compreendido a partir de sua participação ativa no atual movimento de "financeirização" da economia mundial. A posição reforçada dessas empresas no cenário internacional é resultante da adoção de uma estratégia de valorização do capital que não apresenta nenhuma contradição com a posição dominante da finança na economia mundial.

Em consequência, os fluxos de investimento direto externo conheceram um forte crescimento a partir dos anos 80, ocupando um lugar privilegiado entre os fatores que caracterizam a atual etapa da mundialização do capital. As modernas análises sobre os determinantes do IDE o percebem, entretanto, como fenômeno ligado quase que exclusivamente às estratégias produtivas das empresas (aí compreendidas seu modo de organizar a produção) e às imperfeições do mercado (entendidas como portadoras de custos de transação). A influência do setor financeiro nos investimentos internacionais é vista como relacionada principalmente aos investimentos de portfólio, apresentando pequena importância sobre os investimentos diretos, ainda que seja amplamente reconhecida a dificuldade existente para uma separação estrita dos dois fenômenos.

O recente crescimento dos fluxos de IDE é tributário, principalmente, do aumento do volume de fusões/aquisições internacionais (conforme o gráfico 1) e da ampliação dos processos de privatização, especialmente nos países em desenvolvimento. Esses dois elementos têm sua evolução ligada à fatores relacionados ao avanço da economia sob dominância financeira.

Geralmente visando a maior participação em um determinado mercado – quando possui algum objetivo ligado à atividade da empresa adquirida -, as fusões e aquisições levam ao limite a assimilação da empresa produtiva a um ativo financeiro. É normal a revenda de parte ou da totalidade da empresa incorporada, após passar pelo processo de "reestruturação" de suas atividades, sempre delimitando as áreas "geradoras de valor" e cessando as atividades que não se adaptam aos critérios de rentabilidade.⁷ É evidente o

⁷ Esse comportamento está ligado ao avanço da cultura de uma "tomada do poder" pelos acionários e a *corporate governance*. "Descobriu-se" repentinamente que o capital possui um custo que deve ser não apenas remunerado, mas *suficientemente remunerado*. Assim, segundo artigo do *Le Monde* (23/04/98, p.15), as empresas francesas fixam como norma-fetiche uma rentabilidade mínima de 15% para suas atividades, o que está ligado à presença crescente entre seus acionários de investidores institucionais

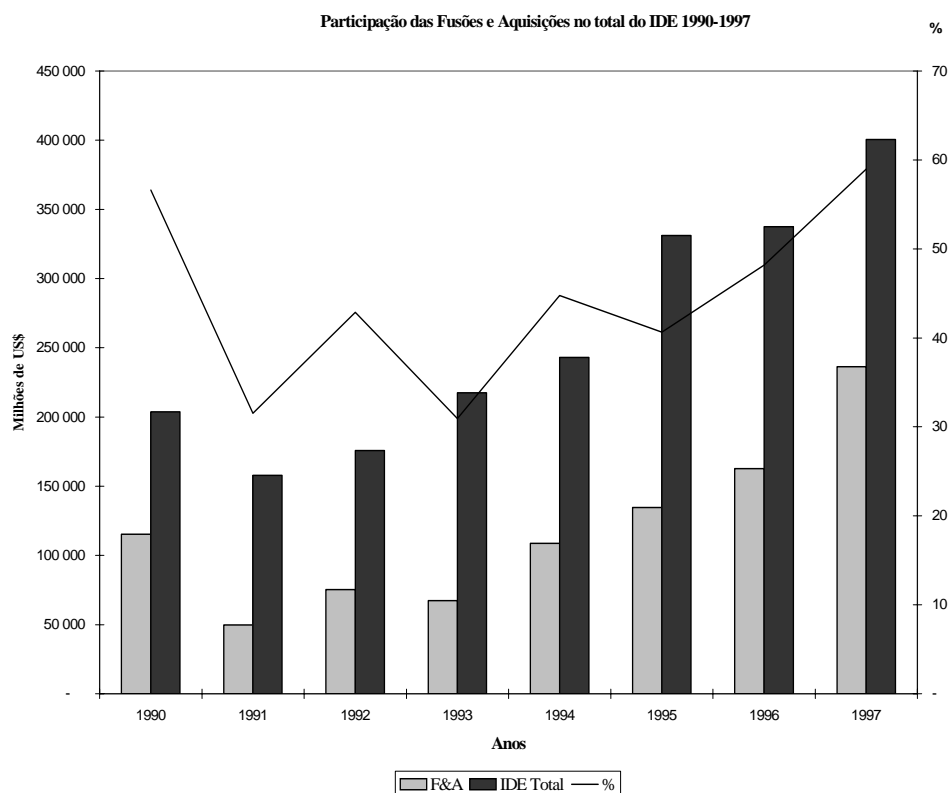
efeito agravante desse comportamento sobre emprego e renda para uma demanda que já se apresenta retraída (CHESNAIS, 1997b, p.295).

Explicado comumente como uma reação das empresas frente à despesas cada vez mais elevadas com Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), o aumento no número de fusões e aquisições pode ser entendido a partir de uma lógica completamente diferente. A multiplicação de alianças entre empresas estaria prioritariamente associada à necessidade de se posicionar favoravelmente em um mercado mundial pouco dinâmico, onde a possibilidade de aumento no *market share* em grande parte dos setores passa pela incorporação das partes de mercado de uma empresa concorrente.⁸ Mesmo nos setores de alta tecnologia, onde os acordos estratégicos são muitas vezes determinados pelos imperativos da P&D, a formação de oligopólios mundiais responsáveis pela lentidão recente no lançamento de produtos inovadores capazes de "criar mercado" no sentido schumpeteriano da expressão e o aumento das barreiras à entrada de concorrentes encontram-se entre os efeitos do crescimento das alianças entre empresas.

Gráfico 1

anglo-saxões. Esse comportamento implica, evidentemente, no encerramento de atividades não suficientemente rentáveis, ainda que lucrativas.

⁸ Uma entrevista de Vernon Ellis, diretor geral da Anderson Consulting, uma das consultorias mais atuantes no mercado de fusões entre empresas, é bastante esclarecedora quanto aos motivos que levam à aproximação entre as empresas. Diz ele "*o que as empresas querem é uma posição preponderante em seu mercado (...) Eu penso que é a noção de parte de mercado crítica que predomina nesse tipo de operação.*" (Le Monde, suplemento Economie, 08/12/98, p.III).



Fonte: UNCTAD, 1998b

A maior "reversibilidade" característica dos processos de fusão/aquisição os coloca em posição privilegiada frente à criação de novas capacidades produtivas entre as alternativas de investimento disponíveis. A elevada aversão ao risco possui um papel decisivo para essa preferência. Por um lado, os grupos se confrontam a um ambiente de elevada liquidez, acrescida pelas medidas de desregulação e pela facilidade de movimento de capitais por ela engendrada. Por outro lado, existe uma limitação das alternativas que correspondem às rígidas exigências de lucratividade/remuneração dos acionistas.

Desse modo, a dinâmica dos movimentos de fusões/aquisições encontra-se ligada aos mecanismos de um capitalismo que privilegia a transferência de ativos à criação de nova capacidade produtiva, em um comportamento que pode ser caracterizado como rentista (UNCTAD, 1998^a, p. II). A influência de uma economia sob dominância financeira está presente ainda em outros aspectos do aumento do

volume de fusões/aquisições. Seu financiamento é facilitado pela valorização das ações, permitindo o pagamento das empresas adquiridas com base em ativos sobrevalorizados, ao mesmo tempo em que a concentração do mercado realimenta a tendência altista no mercado acionário, criando um ambiente propício à manutenção de bolhas especulativas.⁹

As privatizações são um outro caso em que a "dominação" financeira encontra-se na origem do interesse dos investidores internacionais pelas empresas públicas. A transferência de recursos aos investidores financeiros através de serviços elevados das dívidas públicas a partir de altas taxas de juros reais estimula os governos a venderem as empresas públicas. Para tanto, essas empresas são saneadas financeiramente. Ocupando historicamente uma posição privilegiada no mercado interior desses países, muitas vezes em situação de monopólio, a aquisição dessas empresas representa a compra de uma grande parcela de mercado em serviços muitas vezes essenciais. Existe assim uma grande possibilidade de ganhos de mercado, mas também financeiros, com a venda da empresa adquirida em condições privilegiadas.¹⁰

Por outro lado, cada vez mais os governos vêem o IDE como um fluxo eminentemente financeiro, desconsiderando as demais implicações de uma forma de investimento cujas conseqüências ultrapassam em muito essa dimensão. A maior parte das regras que estabeleciam uma política de atração investimentos foi suprimida rapidamente nas últimas décadas, substituída pela noção simplista de que "o que é bom para a empresa é bom para o país", que aparece com clareza no modo como alguns, inclusive, passaram a subsidiar sem maiores critérios esses investimentos.¹¹

A reunião dos elementos analisados até o momento permite sistematizar a relação entre uma economia sob dominância da finança e o aumento do fluxo do IDE, como pode ser observado na figura 1. Os efeitos competitivos que favorecem as empresas multinacionais se dão de forma direta pela maior facilidade de acesso ao

⁹ É de menor importância que muitas alianças sejam posteriormente desfeitas no momento em que os objetivos das empresas mostram-se incompatíveis. Trata-se, sobretudo, de criar uma expectativa favorável no mercado acionário quando do anúncio da aproximação entre as empresas. Conforme artigo do Le Monde (22/01/99, p.15) os estudos realizados pelas empresas de consultoria que atuam na área de fusões e aquisições mostram uma taxa de mais de 50% de fracassos nos negócios anunciados.

¹⁰ "(,,,) mainly in Latin America, one-off capital gains due to privatisation of often underpriced (sometime grossly so) public assets have been another important policy determined source of (,,,) "unfairly valued" economic opportunities" (PALMA, 1998, p.794).

¹¹ Na década de 90 mais de 80 países teriam liberalizado sua política de absorção de IDE (DUNNING, 1997, p.35). As mudanças repertoriadas na política de IDE durante o período 1991-1997 no sentido de propiciar melhores condições para os investidores internacionais representam 94% do total (UNCTAD, 1998b, p.57).

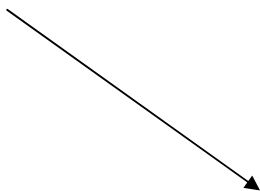
crédito que essas empresas dispõe, o que não se explica apenas pelo menor risco que apresentam mas também e principalmente por sua atuação em diversos mercados regionais interligados pelos seus mercados financeiros, o que permite financiar em condições favoráveis a instalação de novas plantas industriais, a modernização daquelas já existentes e as aquisições que se mostrarem estrategicamente importantes. Como contrapartida, as empresas multinacionais aparecem como grandes investidoras nos mercados financeiros internacionais, especialmente nos mercados de câmbio.

Os efeitos indiretos da dominação financeira para o crescimento do volume do IDE podem ser divididos em financeiros e não-financeiros. Os efeitos financeiros dizem respeito principalmente ao aumento da instabilidade econômica e a maior frequência das crises cambiais, bem como a maior volatilidade das taxas de juros. O advento dessa maior incerteza torna o ambiente de atuação das multinacionais mais arriscado, incitando a um maior uso dos instrumentos de proteção disponíveis no mercado financeiro internacional, mas também a que essa atuação se dê com objetivo crescente de obtenção de lucro e não de segurança.

Por outro lado, os efeitos não-financeiros da mundialização financeira para o aumento do IDE são decorrentes da assimilação para os investimentos produtivos da lógica de atuação da finança, tornando-os menos propensos aos investimentos de mais longo prazo e que apresentam risco mais elevado, bem como mais sensíveis aos ganhos obtidos a partir da transferência de propriedade. Esse comportamento dos investidores, somado a uma elevação das taxas reais de juros que estreita o mercado consumidor, leva a uma preferência cada vez maior pelos investimentos na forma de fusões e aquisições e a participação intensa nos processos de privatização.

Figura 1

Relações entre a mundialização financeira e o aumento do IDE



Fonte: Elaboração do autor

2 - Notas sobre a evolução recente do IDE no Brasil: as marcas distintivas da mundialização financeira¹²

A evolução recente do IDE no Brasil tem sido interpretada genericamente como uma resposta às modificações nas condições de concorrência que prevaleciam no país até o fim dos anos 80. Essas mudanças teriam impellido as empresas estrangeiras já presentes no mercado nacional à modernização de suas atividades e, após a supressão da legislação que resguardava certos setores às empresas de capital nacional, atraído novos competidores para o mercado brasileiro.

A liberalização comercial e financeira, a implementação do MERCOSUL e o sucesso até recente data do plano de estabilização lançado em 1994 podem ser considerados como os fatores que embasam a inflexão que mostraram as entradas de IDE no Brasil a partir de 1995. São eles que, ao marcarem uma ruptura maior com o

¹² Essa seção se baseia principalmente em CEPAL (1998) e LAPLANE e SARTI (1998). O objetivo não é o de realizar uma análise exaustiva dos elementos do ciclo de investimentos externos iniciado em 1995, mas sim apontar os pontos de contato existentes entre as características desses investimentos e o modo como o Brasil se insere no processo de mundialização financeira, numa análise complementar àquela realizada pelos trabalhos de referência supra-citados.

modelo de desenvolvimento anterior, "elevam" o país à condição de "economia emergente", ou seja, atrativa aos investidores internacionais.

As modificações estruturais no sentido de uma maior integração no mercado mundial tiveram contrapartida em mudanças institucionais que visavam estabelecer um ambiente "amigável" para as atividades das empresas estrangeiras no país, com a eliminação de muitas das restrições às suas operações. Ainda no início da década, a legislação relativa a remessa de capitais (lucros, *royalties*) para o exterior foi modificada, possibilitando uma maior integração das filiais estabelecidas no Brasil à estratégia financeira do grupo. Os impedimentos setoriais existentes à atuação do capital estrangeiro foram gradualmente eliminados, primeiramente com o fim da Lei da Informática (1994) e posteriormente em diversos outros setores, principalmente aqueles pertencentes ao setor serviços (bancos e seguradoras, telecomunicações, energia, transportes, etc.).

Essas medidas, diretamente relacionadas à ampliação das oportunidades de atuação para as empresas multinacionais, foram complementadas por uma acelerada desregulamentação do setor financeiro, a qual significou uma maior facilidade de acesso ao crédito para as empresas multinacionais. A possibilidade de um acesso privilegiado ao mercado de capitais internacional, bem como aos recursos da matriz, proporcionaram ganhos que alteraram as condições de concorrência no mercado interno em favor das empresas estrangeiras, vantagem essa que foi amplificada pelas elevadas taxas de juros reais prevalecentes no mercado interno no período pós-estabilização.

O Plano Real foi essencial para aguçar o interesse dos investidores estrangeiros pelo país. Ao estabilizar o valor da moeda e ao manter a taxa de câmbio valorizada, a estabilização da economia alterou radicalmente o horizonte de cálculo dos investidores internacionais potenciais. As possibilidades de ganhos elevados à curto prazo se tornaram visíveis não só no setor financeiro,¹³ mas também nos setores não-financeiros. O que era anteriormente apenas uma potencialidade derivada do tamanho do mercado brasileiro *ganha então uma perspectiva financeira palpável*: possibilidade de ganhos e de remessas de valores em uma moeda valorizada, integração do país no mercado financeiro internacional, participação nos processos de transferência de ativos das empresas nacionais via fusão e aquisição e das empresas estatais via privatizações, todas as condições estavam postas para a entrada massiva de empresas que orientam suas

¹³ O ingresso dos investimentos estrangeiros de portfólio apresenta elevado crescimento a partir de 1993 (LAPLANE e SARTI, 1998, p.5).

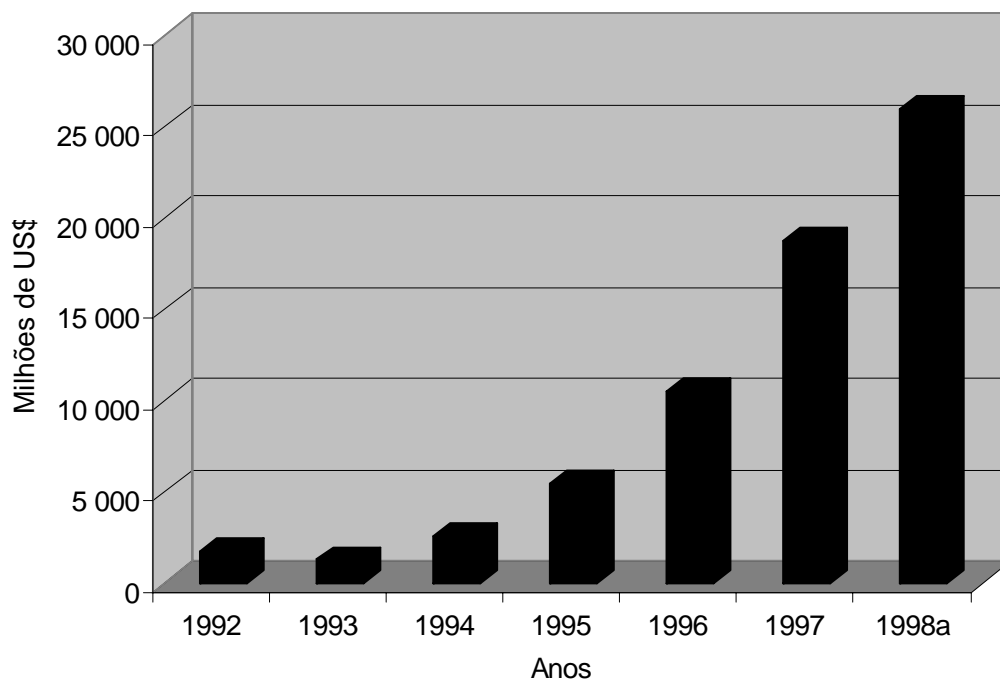
decisões de investimento a partir de uma lógica essencialmente financeira.

A oportunidade não foi desperdiçada pelas empresas multinacionais. O aumento do interesse dos investidores estrangeiros pelo país elevou as entradas de investimentos diretos de um volume inferior a US\$ 2 bilhões em 1992-93 para um valor aproximado de US\$ 26 bilhões em 1998. A intensidade do ingresso de investimentos pode ser avaliada pela entrada no país, apenas no período 1995-1998, de um volume de IDE maior do que todo o estoque de investimento externo acumulado anteriormente, o qual somava um montante de aproximadamente US\$ 42,5 bilhões em 1995 segundo o Censo de Capitais Estrangeiros realizado pelo Banco Central do Brasil (CEPAL, *op. cit.*, p.149).

Os mesmos fatores que impulsionaram o ingresso de IDE condicionaram a forma desses investimentos. O novo ciclo de IDE apresenta características bastante diferenciadas daquelas de períodos anteriores, quando os investimentos se concentravam no setor industrial e se apresentavam como complementares àqueles do capital nacional. Mesmo se o mercado interno segue sendo o principal fator de atração de empresas estrangeiras para o Brasil, as tendências atuais aproximam-se daquelas apresentadas pelo IDE internacional vistas nas seções anteriores. Depois de 1995, o crescimento do IDE tem sido propulsado principalmente pelo processo de privatizações e pelo aumento do volume de recursos destinados às fusões e aquisições. A essa nova forma de ingresso do IDE corresponde a crescente participação de empresas estrangeiras no setor de serviços, em detrimento do setor industrial.

Gráfico 2

Ingresso de IDE no Brasil 1992-1998



Fonte: CEPAL (1998, p.154), elaborado com base em dados do Banco Central do Brasil.

1998^a Estimativa

O setor de serviços atraiu cerca de 80% do IDE que ingressou no país nos anos de 1996 e 1997, fazendo com que sua participação no estoque total de IDE ultrapassasse a da indústria pela primeira vez em 1997 (CEPAL, *op. cit.*, p.157). Para esse resultado, foi fundamental o processo de desregulação das atividades do capital estrangeiro, que permitiu o ingresso de empresas em setores aos quais tinham acesso vedado anteriormente.

Cerca de 94% dos investimentos estrangeiros em serviços se concentraram nas nos setores de eletricidade, telecomunicações, finanças e comércio entre 1996 e 1997 (CEPAL, *op. cit.*, p.177). As privatizações foram o principal instrumento utilizado pelas empresas estrangeiras para penetrarem no mercado nacional no setor de serviços, especialmente nas áreas de eletricidade e telecomunicações. O ingresso de investimentos estrangeiros via privatizações apresentou um valor correspondente a 28% da entrada de IDE entre 1995 e 1997,¹⁴ conforme dados do Banco Central do Brasil.

¹⁴ Algumas transações envolvendo investidores estrangeiros no processo de privatização não foram contabilizadas como IDE por terem sido realizadas por empresas já estabelecidas no mercado nacional

No setor de telecomunicações, a participação do capital estrangeiro chegou a 60% do valor arrecadado com a venda dos sistemas de telefonia celular e do sistema Telebrás.¹⁵ No setor elétrico, também registrou-se um forte interesse das empresas estrangeiras, principalmente norte-americanas, espanholas e chilenas. Tratava-se na maior parte dos casos de empresas que não se encontravam presentes anteriormente no mercado nacional, o que se repetiu no setor financeiro, onde as empresas em maiores dificuldades foram vendidas à investidores internacionais que aproveitaram a oportunidade para iniciarem suas atividades no mercado brasileiro.

A evolução das fusões e aquisições no Brasil confirma que a transferência de ativos representa uma marca distintiva forte do ciclo de investimentos 1995-98. Partindo de uma participação de 0,3% no total do IDE em 1994, as fusões e aquisições com participação majoritária dos investidores estrangeiros atingem 55% do ingresso de investimentos estrangeiros em 1997.¹⁶ Nesse ano, o valor total dessas operações superou os US\$ 12 bilhões, como pode ser observado no gráfico 3. Em 80% dos casos de fusão e aquisição envolvendo empresas multinacionais o investidor estrangeiro detém o controle majoritário na nova empresa.

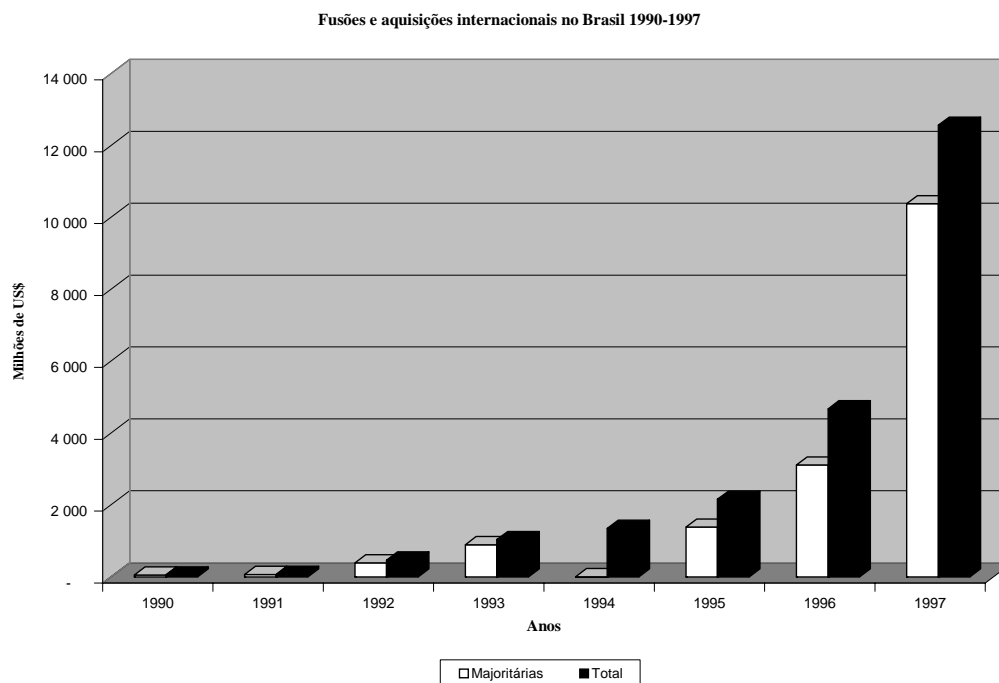
A extraordinária evolução do volume de transações internacionais de fusões e aquisições no Brasil não se deve apenas a entrada de novos investidores no mercado brasileiro. As empresas já instaladas no país utilizaram esse instrumento visando principalmente aumentarem sua participação no mercado nacional e reforçarem sua posição frente aos novos competidores.

pertencentes a grupos estrangeiros, não representando entrada de divisas mas gerando potencialmente obrigações quanto à remessa de lucros.

¹⁵ Os investidores estrangeiros contribuíram com US\$ 15,9 bilhões na privatização do sistema Telebrás e da telefonia celular, enquanto o estoque de IDE no setor de serviços até 1995 encontrava-se em cerca de US\$ 18,5 bilhões.

¹⁶ Utilizando como fonte para as fusões e aquisições no Brasil os dados da UNCTAD (1998b), que por sua vez se baseia em dados coletados pela KPMG, e, para o total do IDE no Brasil, os dados do Banco Central do Brasil citados pela CEPAL.

Gráfico 3



Fonte: UNCTAD (1998b)

Os dados da KPMG citados no estudo elaborado pela CEPAL (*op. cit.*, p.172 e 173) permitem inferir que cerca de 50% das operações de fusão e aquisição internacionais entre 1992 e 1998 se deram no setor industrial. Destacam-se como alvo de interesse das empresas estrangeiras as indústrias de alimentação, química, farmacêutica, eletrônica e de mineração, entre outras. São indústrias que normalmente já possuíam uma elevada participação de empresas estrangeiras, não havendo aí uma grande desconcentração da estrutura do IDE no Brasil.¹⁷

O mesmo ocorre com os investimentos estrangeiros em novas plantas industriais. Com participação relativa bastante reduzida frente à períodos anteriores, os investimentos industriais de tipo *greenfield* também tendem a se concentrar em indústrias onde as empresas multinacionais já possuem elevada participação, como a automobilística, a química e a de alimentos e bebidas. Os setores da indústria atrativos

¹⁷ Ao analisar o caso das fusões e aquisições internacionais consideradas como "espontâneas" nas indústrias de autopeças e de alimentação/bebidas, RODRIGUES (1999) considera acertadamente que as dinâmicas setoriais influenciam o processo de fusões e aquisições, mas admite que as operações envolvendo esses setores, embora se pautando por uma motivação "produtiva", não implicam em novas plantas industriais, estando as futuras decisões quanto a novos investimentos condicionada à aprovação das matrizes.

para o investimento estrangeiro mostram uma configuração que denota assim a estratégia oligopolística das firmas multinacionais em nível mundial, com a necessidade de marcar presença e não deixar as rivais sem uma resposta aos seus movimentos estratégicos estando no centro da escolha quanto à oportunidade e à localização dos novos investimentos industriais.

As entradas *records* de IDE têm se dado em um ambiente de pequeno aumento do investimento total¹⁸, de reduzido crescimento econômico e de elevação nas taxas de desemprego, ou seja, em um ambiente macroeconômico bastante diferenciado daqueles apresentados quando dos períodos de maior ingresso de investimentos estrangeiros nas décadas anteriores.

A estrutura do novo ciclo de IDE tem efeitos menos dinâmicos em termos de geração de empregos. A abertura comercial e a implementação do MERCOSUL permitem às empresas industriais a oportunidade de integrarem seus investimentos de tipo *market seeking* em sua estratégia regional de racionalização da produção, que corresponderia aos investimentos de tipo *efficiency seeking*, tanto pela ampliação do mercado potencial quanto pela maior facilidade de importação dos insumos.¹⁹ Nesse sentido, LAPLANE e SARTI (1998, p.32) apontam para uma menor verticalização e maior especialização das linhas de produtos das empresas estrangeiras instaladas no Brasil. Ao mesmo tempo essas empresas apresentam maior integração produtiva e comercial com as outras filiais no âmbito do MERCOSUL. O mesmo estudo também mostra a intensificação do comércio interfiliar no espaço do MERCOSUL, com uma redução concomitante da importância relativa do comércio matriz-filial, o que aponta para a maior integração regional como um fator importante nas estratégias de racionalização da produção.

Para o governo brasileiro, o IDE nesse período sempre foi visto mais como um fluxo financeiro que produtivo. O estímulo implícito à guerra fiscal travada por vários estados da federação em busca da localização desses investimentos mostrou que, da perspectiva do governo, o mais importante era maximizar a entrada de divisas o mais rapidamente possível. Por sua vez, a forte elevação na remessa de lucros ao exterior

¹⁸ A taxa de investimentos da economia brasileira atingiu 18% no final de 1997, percentual bastante inferior ao registrado em outros momentos de expansão da economia brasileira que coincidiram com entrada expressiva de IDE (LAPLANE e SARTI, 1998, p.2-3).

¹⁹ A pesquisa realizada por LAPLANE e SARTI (1997, p.62) aponta como determinantes principais para o investimento estrangeiro no Brasil o crescimento do mercado interno, a proximidade do cliente, a abertura comercial, o MERCOSUL e a modernização dos processos de produção, o que não é

ocorrida já ocorrida em 1997, com um aumento de 69,4% frente ao total remetido em 1996, mostra que o IDE que está sendo atraído *não necessita de grandes prazos de maturação* para apresentar frutos e que os ganhos de capital ocorridos com a entrada de IDE podem ser rapidamente erodidos com a aceleração das saídas de lucros.

Observam-se assim no ciclo de investimentos diretos externos destinados ao Brasil no período 1995-1998 vários dos elementos distintivos que caracterizam o IDE no contexto da mundialização financeira:

- o aumento do investimento se dá em um ambiente de fraco crescimento da economia e dos investimentos como um todo;
- existe uma precedência do ingresso de investimentos de portfólio sobre o IDE, mostrando a transformação do país em "praça financeira emergente", que é um fator de atratividade de IDE muitas vezes negligenciado;
- o setor industrial se mostra menos atrativo aos investidores estrangeiros que o setor de serviços;
- a aceleração da entrada de IDE ocorre em um momento de aumento das taxas de desemprego e de elevado nível das taxas de juros reais;
- existe uma preocupação fundamental do governo voltada para a atração de divisas que implica em uma não-discriminação entre investimento de portfólio e investimento direto e também entre os diversos tipos de investimento direto, com a internalização de uma "lógica de decisão" exclusivamente financeira;
- e, sobretudo, o novo ciclo marca a primazia da transferência de ativos como forma fundamental do investimento direto externo no Brasil, com a proeminência dos investimentos em fusões e aquisições e nas privatizações sobre os investimentos de tipo *greenfield*.

3 - Considerações finais

Esse trabalho buscou apontar alguns aspectos freqüentemente negligenciados da relação existente entre a mundialização financeira e o aumento do volume dos investimentos diretos estrangeiros. Os investimentos diretos, por serem considerados como engajamentos de longo prazo por parte das empresas, são analisados geralmente unicamente sob o prisma da internacionalização produtiva. Essa dimensão é sem dúvida

importante, a concorrência que se estabelece no mercado mundial é cada vez mais dura e a concentração do capital em grandes grupos cada vez maior.

No entanto, as condições em que dá essa concorrência são tributárias em grande medida do extraordinário poder detido atualmente pelos mercados financeiros mundializados. A forma como são tratadas as questões referentes às dívidas públicas, a pressão exercida sobre o trabalho nos mais diversos níveis, a fraqueza do nível de investimentos em geral e o nível das taxas de juros reais são apenas alguns dos fatores que inibem a expansão do mercado consumidor e que estão diretamente relacionados à mundialização financeira. É nesse contexto que se transmite a lógica dos mercados financeiros à tomada de decisões em empresas não-financeiras, a qual é impulsionada pelo poder cada vez maior dos investidores institucionais nas empresas tradicionalmente voltadas ao setor industrial. O acesso direto ao crédito se dá em troca de uma participação ativa das empresas nos fluxos financeiros mundiais.

A empresa multinacional é assim, ao mesmo tempo, vetor da mundialização produtiva e da mundialização financeira. Isso ajuda a explicar por que em um momento de pequena expansão da economia mundial existe um forte crescimento dos fluxos de IDE e, mais importante, por que esse fluxo toma primordialmente a forma de fusões e aquisições e, de maneira particular, de privatizações, nos países denominados de "emergentes".

O caso brasileiro, analisado na última parte do artigo, permite observar que essas tendências não são exclusivas das economias desenvolvidas. A estabilização da economia em condições que valorizaram a moeda em termos reais, a liberalização e desregulamentação dos fluxos comerciais e financeiros e o aprofundamento das privatizações permitiram uma forte retomada do interesse dos investidores internacionais pelo país. Essa retomada se traduziu em um ingresso de IDE em níveis *records* no período 1995-1998, os quais tomaram principalmente a forma de transferência de ativos, seja através de fusões e de aquisições, seja pela participação ativa dos investidores internacionais nas privatizações do setor de infra-estrutura. Mas, ao contrário de vezes anteriores quando foi complementar ao investimento tomado em sua totalidade, o fluxo de investimento estrangeiro aparece como o elemento dinâmico em um contexto em que o investimento global se mostrou fracamente estimulado e as taxas de desemprego cresceram, o mesmo ocorrendo com as remessas de lucros. Os traços distintivos básicos do IDE no contexto da mundialização financeira encontram-se, portanto, bem aparentes na experiência brasileira recente.

Bibliografia:

AGLIETTA, Michel (1995). **Macroéconomie financière**. Paris: La Découverte. Coll. Repères n° 166.

BELLUZO, Luís Gonzaga (1997). Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M.C. e FIORI, J. L., org. *op. cit.*

BRAGA, José Carlos de Souza (1997). Financeirização global: o padrão de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, M.C. e FIORI, J. L., org. *op. cit.*

CEPAL (1998). **La inversión extranjera en América Latina y el Caribe**: informe 1998. Santiago: CEPAL/ONU.

CHESNAIS, François, org. (1996). **La mondialisation financière**: genèse, coût et enjeux. Paris: Syros, coll. Alternatives économiques.

CHESNAIS, François (1997^a). L'émergence d'un régime d'accumulation mondial à dominante financière. **La pensée**. Paris: n°309, p. 61-85, janvier-mars.

CHESNAIS, François (1997b). **La mondialisation du capital** (nouvelle édition actualisée). Paris: Syros, coll. Alternatives économiques.

DUNNING, John H. (1997). **Alliance capitalism and global business**. London: Routledge.

HALARY, Isabelle (1998). **La globalisation des marchés financiers**: incidences sur les stratégies des firmes américaines. Texto apresentado no "Colloque de l'appel des économistes pour sortir de la pensée unique", 25/04/1998, em Paris: (mimeo).

LAPLANE, Mariano e SARTI, Fernando (1997). **O investimento direto estrangeiro no Brasil nos anos 90**: determinantes e estratégias. Campinas: junho, 1997 (mimeo).

LAPLANE, Mariano e SARTI, Fernando (1998). **Novo ciclo de investimentos e especialização produtiva no Brasil**. Campinas: maio, 1998 (mimeo).

LES entreprises veulent être leaders sur tous les marchés du monde global" (1998). **Le Monde**: Economie, enjeux et stratégies, 08/12/1998, p.III.

LES histoires de fusions finissent mal... en général (1999). **Le Monde**, 22/01/1999, p.15.

LES patrons français se sont convertis aux exigences des actionnaires (1998). **Le Monde**, 23/4/1998, p.15.

MIRANDA, José Carlos (1997). Dinâmica financeira e política macroeconômica. In: TAVARES, M. C. e FIORI, J. L. (org.), *op. cit.*

O'SULLIVAN, Mary (1998). Sustainable prosperity, corporate governance and innovation in Europe. In: MICHIE, Jonathan e GRIEVE SMITH, John., **Globalization, growth and corporate governance: creating a innovative economy**. New York: Oxford University Press.

PALMA, Gabriel (1998). Three and a half cycles of "mania, panic and (asymmetric) crash": East Asia and Latin America compared. **Cambridge Journal of Economics**, Oxford: Oxford University Press, n°22, p. 790-808, november.

RODRIGUES, Rute Imanishi (1999). **Empresas estrangeiras e fusões e aquisições: os casos dos ramos de autopeças e alimentação/bebidas em meados dos anos 90**. Brasília: IPEA, Texto para Discussão n° 622.

RUIGROK, Winfried e van Tulder, Rob (1995). **The logic of international restructuring**. London: Routledge.

SERFATI, Claude (1996). Le rôle actif des groupes à dominante industrielle dans la financiarisation de l'économie. In: CHESNAIS, François, org., *op. cit.*

SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert (1997). A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, vol. LII, n°2, june.

TAVARES, Maria da Conceição e FIORI, José Luís, org. (1997). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis, RJ: Vozes.

UNCTAD (1998a). **Trade and Development Report**. New York: United Nations.

UNCTAD (1998b). **World Investment Report: trends and determinants**. New York: United Nations.

Resumo:

Esse artigo focaliza a relação freqüentemente negligenciada entre o aumento no volume do investimento direto estrangeiro e a mundialização financeira. Uma primeira parte mostra como no contexto de uma "economia sob dominância financeira" as empresas multinacionais adotam a lógica característica da finança como base de suas decisões de investimento. Uma segunda parte analisa o ciclo de investimento direto estrangeiro na economia brasileira após 1995, mostrando que suas características podem ser assimiladas àquelas encontradas para a economia mundial, com a primazia da transferência de ativos frente à criação de novas capacidades produtivas. Desse modo, explica-se a concomitância entre o ingresso acelerado do capital externo e um contexto de baixo crescimento econômico e de elevação do desemprego.