



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
UNIVERSIDADE FEDERAL DA GRANDE DOURADOS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ECONOMIA
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

CAROLINA OGIHARA ANDRELA

**UMA INVESTIGAÇÃO DOS FATORES RELEVANTES PARA O INGRESSO DE
CAPITAL FINANCEIRO INTERNACIONAL NO BRASIL: 2000 A 2014**

DOURADOS/MS

2016

CAROLINA OGIHARA ANDRELA

**UMA INVESTIGAÇÃO DOS FATORES RELEVANTES PARA O INGRESSO DE
CAPITAL FINANCEIRO INTERNACIONAL NO BRASIL: 2000 A 2014**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia da Universidade Federal da Grande Dourados, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Professor Dr. Caio Luis Chiariello

Co-orientadora: Professora Dr^a. Soraia Santos Silva

Banca Examinadora:

Professor Dr. Alexandre
Bandeira Monteiro e Silva

Professor Ms. Alexandre
de Souza Corrêa

Dourados/MS

2016

UMA INVESTIGAÇÃO DOS FATORES RELEVANTES PARA O INGRESSO DE
CAPITAL FINANCEIRO INTERNACIONAL NO BRASIL: 2000 A 2014

CAROLINA OGIHARA ANDRELA

Esta monografia foi julgada adequada para aprovação na disciplina de Trabalho de Graduação II, que faz parte dos requisitos para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas pela Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia – FACE da Universidade Federal da Grande Dourados – UFGD.

Apresentado à Banca Examinadora integrada pelos professores:

Dr. Caio Luis Chiariello

Dr. Alexandre Bandeira Monteiro e Silva

Ms. Alexandre de Souza Corrêa

*Aos meus pais, por nunca terem
deixado de acreditar em mim,
e por todo companheirismo, incentivo
e apoio.*

AGRADECIMENTOS

Após muito esforço e dedicação, mais uma etapa de minha vida se encerra. Graças ao apoio e carinho de muitos, essa trilha tornou-se mais suave, pois eu tinha em quem me apoiar. Por isso só me resta agora agradecer.

Em primeiro lugar aos meus pais, que apesar da distância, estiveram sempre ao meu lado. Agradeço pelo apoio incondicional de sempre. Agradecer é pouco, eles merecem muito mais que um parágrafo desta página. Graças a eles fui capaz de enfrentar grandes desafios e me tornar o ser humano que sou.

Agradeço às minhas irmãs, Gabriela e Mariana, por me ajudarem nesse caminho, que além de inúmeras lembranças sempre existirá o eterno amor entre nós.

Aos colegas de turma: Janaína, Silvio, Rui, Rodrigo, pelos risos, dificuldades atravessadas e amizade que será eterna. Sem mencionar nas gargalhadas, que serão eternas. Vocês sempre serão eternos em minha vida.

À minha grande amiga Roberta.

Enfim, agradeço a todos que, de alguma forma, estiveram presentes no processo de elaboração do trabalho que segue.

RESUMO

Este trabalho analisou o comportamento do fluxo de entrada de capitais estrangeiros privados no Brasil, identificando os fatores domésticos e internacionais que influenciam os ingressos de capital no período entre 2000 e 2014. A metodologia foi baseada na investigação bibliográfica, bem como na pesquisa, coleta e análise de dados secundários. Foi realizada uma revisão da literatura teórica, no levantamento bibliográfico, que trata do comportamento do fluxo de entrada de capital e de seus efeitos sobre a condução da economia de um país. Também, fez-se uma revisão da literatura empírica que estudou a retomada de capital privado estrangeiro no Brasil, mostrando alguns objetivos de estudos e bem como as metodologias empregadas e resultados obtidos. As referências abrangeram livros, artigos, publicações avulsas ou impressas e documentos eletrônicos. A revisão da bibliografia permitiu estudar várias escritas sobre o assunto de autores atuantes na área, com o objetivo de se inserir na discussão sobre o objeto de estudo e possibilitar a investigação da pesquisa e a manipulação de suas informações. Sites como Banco Central do Brasil e IPEADATA foram utilizados para pesquisa e coleta de informações secundárias para o período de 2000 a 2014.

Palavras-chave: Fluxo de capitais; Economia internacional; Capital estrangeiro.

ABSTRACT

This work analyzed the behavior of the input stream of private foreign capital in Brazil, identifying the domestic and international factors influencing the capital tickets in the period between 2000 and 2014. The methodology was based on literature search, as well as in the research, collection and analysis of secondary data. A review of the theoretical literature, in the bibliographic survey, which deals with the behavior of the input stream of capital and its effects on the economy of a country. Also, a review of the empirical literature that studied the resumption of private foreign capital in Brazil, showing some studies and goals as well as the methodologies employed and results obtained. The references covered books, articles, single publications or printed and electronic documents. The review of the bibliography has allowed to study various writings on the subject of authors active in the area, in order to insert into the discussion on the object of study and research of the research and the handling of your information. Sites such as the Central Bank of Brazil and IPEADATA were used for research and collection of secondary information for the period from 2000 to 2014.

Keywords: Flow of capital; International Economics; Foreign capital.

“O tempo é o único capital das pessoas que têm como fortuna apenas a sua inteligência.”

(Honoré de Balzac)

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	10
1.1. Definição do Problema.....	11
1.2. Objetivos.....	12
1.3. Justificativa.....	12
2. ABORDAGEM TEÓRICA E EMPÍRICA SOBRE OS CONDICIONANTES DE INGRESSO DE CAPITAL PRIVADO INTERNACIONAL.....	13
2.1. Modelo de determinação de renda de uma economia aberta: Modelo IS-LM- BP.....	13
2.2. As condições de paridade de juros e evidências	24
3. METODOLOGIA.....	28
4. RESULTADOS.....	33
4.1. Identificação de determinantes internos e externos dos ingressos de capitais estrangeiros no Brasil.....	32
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	36
REFERÊNCIAS.....	37

1. INTRODUÇÃO

O período entre 1968-1973 foi marcado por um vigoroso crescimento do Produto Interno brasileiro, que atingiu uma média de 11,4% ao ano, o qual ficou conhecido como milagre econômico. Foi neste período que houve o primeiro grande surto da dívida externa brasileira, que passou de um montante de 3,8 bilhões de dólares em fins de 1968 para 12,6 bilhões de dólares em fins de 1973, segundo Calderon & Fontes (1998).

No final da década de 1970 a economia brasileira passava por grande instabilidade com o serviço da dívida externa dependendo da taxa de juros internacional. À medida que as economias desenvolvidas entraram num processo de forte recessão, essa fragilidade aumentou ainda mais. O Brasil não se prejudicou apenas com o aumento das taxas de juros externas, como também foi lesado duplamente no sentido das relações comerciais. Primeiro, porque os preços das *commodities* caíram no mercado internacional em 13,3% a.a. no período 1979-81, enquanto que o preço dos manufaturados caiu apenas 2,4% a.a.; e segundo, porque o preço do petróleo, elemento em grande parte importado e indispensável à estrutura produtiva brasileira, aumentou significativamente (Calderon & Fontes, 1998).

Com o segundo choque do petróleo no final da década de setenta, as economias elevaram as taxas de juros tornando difícil para os países em desenvolvimento pagarem suas dívidas. Em meados dos anos 1980, a dívida externa mobilizava a América Latina dificultando a execução de políticas voltadas ao crescimento econômico e social. Por isso, a década de 80 para muitos países, inclusive para o Brasil, é sinônimo de crise econômica, processo inflacionário, problemas de solvência das dívidas externas e baixo crescimento do Produto Interno Bruto (PIB).

Desde o início dos anos 1980, o problema macroeconômico dos países mais pobres, sobretudo dos países em desenvolvimento esteve relacionado às questões sobre a estabilidade macroeconômica e o futuro da economia internacional. A década de 1980 foi marcada pela estagnação vivida pelos países da América Latina. Esse período é citado na literatura econômica como década perdida, pois se verificou uma forte retração na produção industrial e um menor crescimento, ou mesmo, em alguns períodos recessão, da economia como um todo.

Entretanto, alguns países da América Latina começaram a negociar o pagamento da dívida externa com seus credores e a realizar reformas referentes à estabilização da economia, à privatização e à liberalização do comércio e da conta de capital. Essas reformas

proporcionaram incentivos para um grande aumento nos fluxos de capital privado para a América Latina no início da década de 1990.

Renegociadas as dívidas externas, os países latino-americanos iniciaram uma progressiva participação nos mercados de capitais internacionais, direcionando a esses países um grande volume de capitais externos a partir da primeira metade dos anos noventa.

Segundo Silva (2006), o Brasil vivenciou nos anos noventa um ingresso de capital financeiro internacional. Como ocorre em países em desenvolvimento, a entrada de grandes somas de capitais foi percebida de forma a marcar o término de uma década de empréstimos restritos e também deu início à inovação no seu tratamento, com o objetivo de mudar o seu volume e a sua composição. Essa entrada de capitais pode ser observada através do comportamento do balanço de pagamentos, que passou a apresentar grandes superávits na conta de capital e financeira e grandes déficits na conta corrente.

A realidade prova que quando o governo brasileiro criou uma nova política econômica para enfrentar à crise, com juros menores, crédito farto, isenções fiscais e mais gastos do governo, a economia brasileira mostrou um crescimento baixo e inflação alta com a continuidade dessa política (2009/2010).

Segundo dados do IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística), os investimentos (formação bruta de capital fixo, investimento em máquinas, equipamentos e construção civil) subiram 6,1% em 2013 e caíram 4,4% em 2014, tendo o pior desempenho desde 1999, quando o indicador recuou 8,9%. Foi a principal contribuição negativa para o desempenho da economia. Ainda segundo o IBGE, a taxa de investimento (relação entre a formação bruta de capital fixo e o PIB) da economia caiu de 20,5% em 2013 para 19,7% em 2014. Essa é a menor taxa desde 2009, ano pós-crise global, quando o indicador havia ficado em 19,2%. A taxa de poupança, por sua vez, teve uma queda mais acentuada, de 17% em 2013 para 15,8%.

1.1. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Desde o ano em que ocorreu a crise recente, em 2008, o fraco retorno oferecido pelos títulos do governo americano originou uma busca dos investidores por rendimentos em outros

mercados e o Brasil recebeu um volume relativamente alto desses recursos. Segundo Exame (2014), os possíveis aumentos na taxa de juros dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos podem ter impactos negativos sobre o fluxo de entrada de capital estrangeiros em algumas economias emergentes, que estão sendo chamada de “os 5 frágeis”. Esse subgrupo abrange os países África do Sul, Índia, Indonésia, Turquia e Brasil e são classificados dessa maneira por apresentar dificuldade de crescimento econômico, inflação elevada e déficit externo crescente.

No último trimestre de 2013, os investimentos em formação de capital fixo (construção civil, máquinas) cresceram 3,6%, enquanto o consumo das famílias cresceu 0,3% deixando a moeda brasileira valorizada desde a crise, em média, 3,1% ao ano (IBGE, 2015).

1.2. OBJETIVOS

O objetivo principal do estudo é analisar o comportamento do fluxo de entrada de capitais estrangeiros privados no Brasil identificando os fatores domésticos e internacionais, que influenciam os ingressos de capital no período entre 2000 e 2014. Dessa maneira, serão examinadas as possíveis influências de alguns fundamentos econômicos, ou seja, variáveis macroeconômicas, que atuam sobre o comportamento dos fluxos de capitais privados estrangeiros. Os objetivos específicos contemplam uma revisão da literatura teórica de forma a mostrar as variáveis econômicas que influenciam o ingresso de capitais estrangeiros e, também, uma revisão da literatura empírica de modo a verificar as pesquisas já existentes sobre o assunto como também investigar a relação e os possíveis impactos dos fatores explicativos internos e externos, que possam estimular ou não o ingresso de capitais estrangeiros privados no Brasil.

1.3. JUSTIFICATIVA

A investigação e a análise do comportamento do fluxo de capitais entre países ganham importância na medida em que os resultados obtidos são relevantes na formulação e na implementação de políticas macroeconômicas. As recomendações de políticas para a abertura financeira são baseadas no papel da mobilidade de capital na promoção do crescimento econômico.

O movimento de capital entre os países é visto melhorar a eficiência na alocação dos recursos na medida em que os retornos reais sobre o investimento marginal são mais baixos em países abundantes em capital do que naqueles com escassez de capital. A abertura financeira

pode permitir os agentes suavizarem suas trajetórias intertemporais de consumo. Isto é, os agentes podem tomar empréstimos no mercado financeiro externo durante períodos em que a renda apresente uma redução.

Porém, a canalização das poupanças externas tem sido o argumento mais tradicional e forte em favor à mobilidade de capitais. As poupanças externas podem ajudar a ampliar a poupança doméstica, elevar o investimento e, conseqüentemente, acelerar o crescimento econômico.

2. ABORDAGEM TEÓRICA E ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE OS FATORES EXPLICATIVOS DOS FLUXOS DE ENTRADA DE CAPITAL PRIVADO INTERNACIONAL

2.1. Modelo de determinação de renda de uma economia aberta: Modelo IS-LM-BP

O Modelo IS-LM resume as contribuições de Keynes, mantendo os pressupostos básicos do modelo keynesiano simples, cuja demanda determina o produto, rompendo com a Lei de Say, ou seja, a oferta é quem determina o produto. Esse modelo é conhecido como Análise de Hick-Hansen, pois se originou do trabalho de Hichs (1937). Inicialmente, foi desenvolvido para uma economia pequena e fechada, isto é, uma economia em que suas políticas econômicas não têm impacto sobre o comportamento de outras economias ou dos mercados internacionais. Segundo Lopes e Vasconcellos (2009), uma economia fechada é aquela em que residentes domésticos não realizam transações econômicas com o resto do mundo.

O Modelo IS-LM-BP se diferencia do Modelo IS-LM por tratar do funcionamento de uma economia aberta, ou seja, onde seus residentes realizam comércio de bens e serviços e de ativos com os residentes de outros países. O modelo que será desenvolvido seguirá Lopes e Vasconcellos (2009).

Muitas nações realizam transações com o resto do mundo e a literatura aponta que existem ganhos de comércio quando as nações comercializam livremente entre suas fronteiras. Segundo Carvalho e Silva (2011), o argumento é que as trocas deveriam beneficiar as duas

partes envolvidas, promovendo um aumento na produção por meio da especialização e, com trocas, aumentando o consumo e, conseqüentemente, o bem-estar das populações dos países.

Para que as trocas sejam realizadas, é necessária uma forma de converter os preços dos bens e serviços nas diversas moedas existentes. Segundo Lopes e Vasconcellos (2009), a taxa de câmbio mostra uma relação de troca entre duas unidades monetárias diferentes, ou seja, o preço relativo entre duas moedas. Ainda segundo os mesmos autores, em alguns países, essa taxa é expressa como o preço de uma unidade de moeda estrangeira em termos de moeda nacional, como é o caso brasileiro, em que se expressa a taxa de câmbio considerando-se quantos reais valem um dólar (por exemplo, o dólar custa R\$ 1,10). Em outros países, define-se a taxa de câmbio como o preço de uma unidade de moeda nacional em termos de moeda estrangeira. Assim, quando se diz nos EUA que a taxa de câmbio iene-dólar é 92 ienes, refere-se ao fato de que um dólar vale 92 ienes. Essa taxa de câmbio é chamada de taxa de câmbio nominal.

Um aumento na taxa de câmbio nominal é chamado de desvalorização ou depreciação da moeda nacional, enquanto uma diminuição na taxa de câmbio nominal é conhecida como valorização ou apreciação da taxa de câmbio nominal. Dessa maneira, uma valorização na taxa de câmbio nominal mostra uma valorização da moeda nacional diante da moeda estrangeira em termos monetários, isto é, são necessários menos reais para comprar um dólar. O contrário é denominado desvalorização nominal, quando a moeda de um país passa a valer relativamente menos se comparada a moeda estrangeira, ou seja, são necessários mais reais para comprar um dólar. Por exemplo, no caso de uma valorização da moeda, supõe-se que o Brasil tinha a taxa de câmbio reais-dólar de R\$1,10 e agora passe para R\$0,90, quer dizer que o Real está valorizado e, por isso, necessitam menos reais para se obter um dólar. No caso de uma desvalorização cambial, o Real se desvaloriza quando a taxa de câmbio passa de R\$ 1,10 para R\$ 1,20. Neste caso, deveria dar mais moeda nacional para obter uma unidade de dólar.

Outro conceito de taxa de câmbio é a taxa de câmbio real, que é utilizada para analisar os fluxos comerciais entre os países, pois reflete a competitividade de seus produtos no mercado internacional. A taxa de câmbio real compara os preços do produto nacional relativo aos preços do produto estrangeiro e vice-versa. Tomando como exemplo a relação comercial entre o Brasil (cuja unidade monetária é o Real) e os Estados Unidos (cuja unidade monetária é o dólar), a taxa de câmbio real pode ser expressa como:

$$\theta = \frac{EP^*}{P} \quad (1)$$

onde θ é a taxa de câmbio real, E é a taxa de câmbio nominal (R\$/US\$), P^* é o preço do produto estrangeiro em US\$ e P é o preço do produto nacional em R\$. Então, EP^* é o preço do produto estrangeiro convertido em Reais (R\$) e, portanto, a taxa de câmbio real é a razão entre preço do produto estrangeiro e o preço do produto nacional, ambos expressos em Reais (R\$). Considerando que um computador produzido no Brasil custe R\$ 5.000,00 e este mesmo computador custe US\$ 2.000,00 nos Estados Unidos. Se a taxa de câmbio nominal no Brasil for de R\$1,00/US\$1,00, seria definida pela seguinte taxa de câmbio real:

$$\theta = \frac{1,00(R\$/US\$) \times US\$2.000,00}{R\$5.000,00} = \frac{R\$2.000}{R\$5.000} = 0,4 \quad (2)$$

Ou seja, o computador norte-americano é 60% mais barato que o brasileiro. Se a taxa de câmbio nominal passar para R\$ 2,50/US\$ 1,00, a taxa de câmbio real passará para 1,00 igualando o preço dos computadores nos dois países, quando expressos na mesma moeda.

Conforme Lopes e Vasconcelos (2013), um aumento na taxa de câmbio real (desvalorização real) mostra que o produto nacional ficou relativamente mais barato que os produtos estrangeiros. O mesmo vale para uma valorização real em que o produto doméstico tornou-se relativamente mais caro que o produto estrangeiro.

Outro conceito importante é o da taxa de câmbio efetiva, que busca medir a relação de preços com todos os parceiros comerciais do país, ponderando as diversas taxas reais de câmbio de acordo com a importância dos parceiros comerciais.

Existem dois principais tipos de regime cambial, que são chamados de regime de taxa de câmbio fixo e o regime de taxa de câmbio flexível ou flutuante. No regime de taxa de câmbio fixo, o Banco Central determina o valor da taxa de câmbio e se compromete a comprar e vender divisas (moedas estrangeiras) à taxa fixada.

Sob o regime de taxas de câmbio flutuantes, a taxa de câmbio se ajusta de modo a equilibrar o mercado de divisas. Quando há um excesso de demanda por moeda estrangeira no

mercado de câmbio, por exemplo, um aumento das importações domésticas ou um aumento de investimentos financeiros domésticos no exterior (saídas de capitais), existem pressões para aumentar o preço da moeda estrangeira de forma que a moeda nacional se desvalorizará para equilibrar novamente o mercado de câmbio. Quando há um excesso de oferta de moeda estrangeira, por exemplo, um aumento das exportações domésticas ou um aumento de investimentos financeiros internacionais no país (entrada de capitais), existem pressões para diminuir o preço da moeda estrangeira de forma que a moeda nacional se valorizará. Observa-se que o princípio básico do arranjo de câmbio flutuante é um mercado de divisas do tipo concorrência perfeita, portanto, sem intervenção do Banco Central de modo que qualquer desequilíbrio é eliminado pelo mecanismo de preço.

Existem outros regimes cambiais intermediários, que assumem características dos dois modelos principais, porém alguns são considerados como regimes do tipo fixo por apresentar maiores semelhanças ao regime de taxa de câmbio Fixo, por exemplo, o regime de bandas cambiais ou *target zone*, onde a taxa de câmbio pode variar dentro de um limite pré-estabelecido pela autoridade monetária. Fica estabelecida uma taxa de câmbio fixa que determina o ponto central da banda e a variação acima ou abaixo do ponto central pela qual o Banco Central não irá intervir no mercado. No sistema *target zone*, fica determinado que o ponto central e a amplitude não possuem reajustes. Já o regime de flutuação suja é um regime intermediário do tipo flexível, pois o Banco Central realiza intervenções circunstanciais no mercado cambial. Na prática a taxa continua sendo determinada pelo mercado, porém o Banco Central atua no objetivo de garantir uma boa formação de preço, que seja conveniente para a política desejada.

A lei do preço único pode ser observada por meio da definição de taxa de câmbio real, dada pela equação (2). A lei do preço único defende a ideia de que produtos homogêneos devem ter o mesmo custo nos diferentes mercados, quando expressos na mesma moeda. Por exemplo, um lanche do Mc Donalds, por exemplo, o Big Mac é um produto homogêneo em qualquer cidade que o produza, seja em São Paulo, em Paris, Miami ou Tóquio. De acordo com a lei do preço único, o preço deveria ser o mesmo em todas as cidades que vendem o Big Mac, a fim de que o consumidor de um determinado local seja indiferente entre comprar em um país ou em outro. Pela lei do preço único, define-se:

$$P_{BR}^{R\$} = P_{EUA}^{R\$} = ExP_{EUA}^{US\$} \quad (3)$$

onde, $P_{BR}^{R\$}$ é o preço de um produto no Brasil expresso em reais; $P_{EUA}^{R\$}$ é preço de um produto nos EUA expresso em Reais; E é a taxa de câmbio nominal (R\$/US\$) e $P_{EUA}^{US\$}$ é o preço de um produto nos EUA em dólar. De acordo com Lopes e Vasconcellos (2013), para comparar os preços do mesmo produto nos diferentes mercados, estes devem ser expressos na mesma unidade monetária, no caso do exemplo, foi utilizado o Real. Para fazer a conversão, toma-se o preço em dólares (US\$) do produto e multiplica-se pela taxa de câmbio entre as duas moedas. A generalização da lei do preço único para uma comparação de uma cesta de bens homogêneos produzidos em países diferentes origina a versão absoluta da condição de Paridade do Poder de Compra (PPC). Ou seja, a equação (3) mostra a relação entre o nível geral de preços do Brasil e o nível geral de preços dos EUA (um índice de preço ou preço médio de uma cesta de mercadorias).

Muitas críticas são levantadas a respeito da teoria da versão absoluta da paridade do poder de compra, segundo Lopes e Vasconcellos (2009). A primeira delas é a suposição de inexistência de custos de transação, de modo que todo e qualquer produto possa ser transacionável no mercado internacional. Assim, usando o exemplo do Big Mac, se esse tiver preços diferentes nas diversas localidades que existam *McDonald's*, os consumidores terão tendências de procurarem outros lugares com preços menores até que se igualem os preços em todos os locais. Sendo assim, se o Big Mac estiver mais barato na Avenida Paulista do que em Wall Street, provavelmente ocorrerá lotação nos *McDonald's* da Paulista na hora do almoço e os da Wall Street ficarão vazios e esse processo levaria à equalização dos preços. De acordo com Lopes e Vasconcellos (2009), existem bens que independente do preço nos diferentes países, não induzem fluxos comerciais, são os chamados não transacionáveis (*non-tradeables*). Por exemplo, se o corte de cabelo for mais barato em Buenos Aires que em Campo Grande, o custo de deslocamento para cortar o cabelo em Buenos Aires acabaria tornando-o mais caro que se o fizesse em Campo Grande.

Por fim, a crítica é que a versão absoluta da paridade do poder de compra considera cestas homogêneas de consumo nos diferentes países.

Existe o que podemos chamar de versão relativa da paridade do poder de compra, que não busca determinar em termos absolutos o valor adequado da taxa de câmbio, mas sim explicar como se dá a correção cambial ao longo do tempo. De acordo com essa teoria, a taxa de câmbio nominal deve ser corrigida ao longo do tempo pelo diferencial entre a inflação

doméstica e a internacional, a fim de manter a taxa de câmbio real constante, ou seja, o poder de compra da moeda, de acordo com a expressão:

$$(1 + \pi_t) = (E_t S_{t+k} - S_t) \cdot (1 + \pi_t^*) \quad (4)$$

onde $(E_t S_{t+k} - S_t)$ é a variação percentual da taxa de câmbio nominal do período entre t e t+k;

π_t é a inflação doméstica no mesmo período t e π_t^* é inflação internacional no período t.

Fazendo algumas manipulações da equação (4), tem-se que:

$$\pi - \pi^* = (E_t S_{t+k} - S_t) \quad (5)$$

ou seja, a equação (5) mostra que a taxa de câmbio real permanecerá constante corrigindo a taxa de câmbio nominal pelo diferencial entre a inflação doméstica e a internacional.

O modelo IS-LM-BP descreve os efeitos das políticas econômicas (monetárias, fiscais e cambiais) sobre o nível de renda e a taxa de juros que equilibram os mercados de bens, monetário e externo de uma economia. A curva IS reflete as condições de equilíbrio no mercado de bens e a curva LM reflete as condições de equilíbrio no mercado monetário. Nesse modelo, considera-se o nível de preços constante e, portanto, todo ajustamento se dá por meio do produto. As propriedades da curva IS continuam as mesmas do modelo IS-LM para uma economia fechada. A única mudança é a introdução da taxa de câmbio real (θ) e a renda externa (Y^*), já que está sendo considerado o setor externo. Dessa forma, as funções exportações e importações podem ser representadas por:

$$X = X(\theta; Y^*) \quad (6)$$

$$M = M(\theta; Y) \quad (7)$$

onde θ é taxa de câmbio real e Y^* é a renda externa. A equação (6) mostra que as exportações dependem da taxa de câmbio real e do nível de renda externa. Qualquer alteração nessas variáveis afetará o volume de exportações e, portanto, o volume de gastos autônomos e, com isso, a posição da curva IS. Quanto às importações, a equação (7) mostra as importações em função da renda doméstica e da taxa de câmbio real. O multiplicador de gastos de uma economia aberta é menor devido à propensão marginal a importar. Portanto, a variação na renda decorrente de um aumento dos gastos autônomos (por exemplo, aumentos dos gastos públicos) será menor, pois o multiplicador keynesiano é menor relativo ao multiplicador de uma economia fechada. (Lopes e Vasconcellos, 2013).

De acordo com Lopes e Vasconcellos (2009), introduz-se o setor externo na curva IS, de forma que seja representada por:

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (8)$$

onde Y é a renda, C é o consumo das famílias, I representa os investimentos realizados pelas empresas, G são os gastos do governo em bens de consumo e de capitais, X é as exportações e M e as importações.

Considerando a curva LM, os indivíduos alocam sua riqueza entre moeda e títulos. A moeda tem a característica de possuir liquidez absoluta, mas não dá rendimento ao detentor. Já os títulos rendem juros, mas possuem uma liquidez inferior à da moeda, ou seja, existe um custo para transformá-los em poder de compra. A curva LM pode ser expressa da seguinte forma:

$$\frac{\bar{M}}{P} = M^d(Y) + M^d(r) \quad (9)$$

onde \bar{M}/P representa a oferta de moeda, enquanto o lado direito da equação representa a demanda por moeda, que é função da renda doméstica (Y) e da taxa de juros nominal doméstica (r). Dessa maneira, a LM representa o equilíbrio do mercado monetário e de títulos, ou seja, do mercado de ativos.

A curva BP representa os pontos de equilíbrio do balanço de pagamentos. O balanço de pagamentos se decompõe em duas grandes contas: conta de transações correntes e conta de movimento de capitais, e é dado por:

$$BP = TC(Y) + MK(r) \quad (10)$$

onde TC é o saldo da conta transações correntes, que é função da renda interna, e MK é o saldo da conta movimentos de capitais, que é função da taxa de juros interna.

O modelo considera a taxa de câmbio real e a renda externa sendo determinadas fora do modelo, de forma que as exportações também serão uma variável dada e as importações mostram-se positivamente dependente da renda doméstica. Considerando que o Balanço de Pagamentos estará em equilíbrio, quando seu saldo é a zero. Essa condição de equilíbrio do setor externo pode ser expresso por:

$$TC(Y) = -MK(r) \quad (11)$$

ou seja, em equilíbrio, o saldo de transações correntes é igual ao saldo dos movimentos de capital, porém com sinal inverso.

Dessa maneira, a curva BP mostra os pares (y,r) que representam a condição de equilíbrio no Balanço de Pagamentos, isto é, o saldo no Balanço de Pagamentos igual a zero. Em resumo, o modelo IS-LM-BP mostra que a inclinação da curva BP dependerá do grau de mobilidade de capitais entre as fronteiras, ou seja, dependerá da existência de barreiras sobre os fluxos de entrada e saída de capitais internacionais, que podem dificultar a resposta dos fluxos de capitais às variações nos diferenciais de juros. Quanto maior a existência dessas barreiras (impostos sobre transações, limitações de tipos de transações de capitais e a probabilidade novas restrições sobre a entrada e a saída de capitais), menor será o estímulo dos agentes a investirem seus capitais em um país.

A curva BP será vertical, quando a economia não tem mobilidade de capitais entre as fronteiras, devido à existência de barreiras sobre os fluxos de capitais entre as fronteiras, que, nesse caso, eliminam transações com capitais entre os países. As exportações são dadas no nível

$X = X_0$, ou seja, a quantidade exportada é uma variável exógena. As importações são descritas como uma função positiva da renda interna ($M = mY$) de forma que o saldo do balanço de pagamentos é dado por:

$$TC = X_0 - mY \quad (12)$$

Dessa maneira, supondo um país que não tenha acesso ao mercado internacional de capitais, ou seja, que não exista movimento de capitais, a condição de equilíbrio do balanço de pagamentos é reduzida a saldo zero em Transações Correntes, quando exportações e importações se igualam. Portanto, a renda que equilibra o balanço de pagamento é descrita por Lopes e Vasconcellos (2009) como:

$$Y_{BP=0} = \frac{X_0}{m} \quad (13)$$

Portanto, segundo Lopes e Vasconcellos (2009), em uma economia sem mobilidade de capitais, haverá um único nível de renda que equilibra a conta corrente e, conseqüentemente, o balanço de pagamentos é independente da taxa de juros.

A curva BP será horizontal quando houver perfeita mobilidade de capitais, isto é, o fluxo de capitais responde totalmente ao diferencial de juros. Esse é o caso de uma economia de pequeno porte com livre acesso ao mercado internacional de capitais, à taxa de juros internacional vigente neste mercado. Nesse caso, Lopes e Vasconcellos (2013) afirma que, qualquer déficit em transações correntes pode ser financiado à taxa de juros vigente no mercado de capital internacional e qualquer superávit pode ser aplicado no exterior à essa mesma taxa de juros. O saldo em Transações Correntes é irrelevante para determinar o equilíbrio de BP, pois haverá um movimento de capitais compensatórios a uma taxa de juros estipulada pelo mercado de capital internacional, que financia ou oferta as moedas estrangeiras para o saldo de Transações Correntes. Nessa situação de livre mobilidade de capital, as variáveis relevantes para determinação do equilíbrio de BP são as taxas de juros doméstica e internacional. Haverá um único nível de taxa de juros interna compatível com o equilíbrio externo, dada por:

$$r = r^* \quad (14)$$

onde r é a taxa de juros externa e r^* é a taxa de juros internacional. Segundo Salvatore (2007), há mobilidade completa de capitais, quando não existem barreiras sobre o fluxo de entrada e saída de capitais financeiros. Esse fato também é conhecido como liberalização dos fluxos de entrada e saída de capitais internacionais. Salvatore (2007) coloca que quando a taxa de juros doméstica e a internacional são diferentes, existem oportunidades de arbitragens de lucros. Isso significa que os investidores aproveitarão esses diferenciais de juros para obterem maiores lucros enviando seu capital no mercado financeiro que tem a maior taxa de juros.

Para Lopes e Vasconcellos (2009), o movimento de capitais depende essencialmente das decisões de portfólio dos agentes, que buscam maximizar o retorno de certa carteira. Os fluxos de capitais entre países são influenciados pelo diferencial entre as taxas de juros interna (r) e internacional (r^*). Assim, dada taxa de juros internacional, a entrada de capitais tende a se ampliar quanto maior for a taxa de juros doméstica relativa à internacional. Isto é, um diferencial de juros positivo, $(r_t - r_t^*) > 0$, estimularia a entrada de capitais para a economia doméstica. Um diferencial de juros negativo, $(r_t - r_t^*) < 0$, desestimularia a entrada de capitais para a economia doméstica, ou seja, provocaria a saída de capitais estrangeiros.

E, por fim, no caso de uma mobilidade imperfeita de capital, a curva BP é positivamente inclinada, representando a existência de algum grau de mobilidade de capitais, porém sujeito à presença de risco país e aos controles de capitais.

No caso de mobilidade imperfeita, um aumento no nível de renda interna, estimula gera um déficit no saldo de transações correntes. Os investidores internacionais exigirão uma taxa de juros mais elevada para estimular a entrada de capitais no país de forma a financiar o saldo negativo na conta transações correntes. Portanto, um país de pequeno porte não consegue financiar qualquer déficit na conta corrente à taxa de juros vigente, pois haverá um risco maior associado ao aumento no nível de endividamento do país. A Tabela 1 mostra os efeitos das políticas monetária, fiscal e cambial sobre a renda e taxa de juros de uma economia pequena.

Tabela 1: Os efeitos das políticas econômicas sobre a renda e a taxa de juros no Modelo IS-LM-BP.

	Política monetária expansionista	Política fiscal expansionista	Política cambial: desvalorização cambial
--	---	--	---

Sem mobilidade de capital	Regime de câmbio fixo	Nível de renda e taxa de juros constante	Nível de renda constante e elevação da taxa de juros	Aumento do nível de renda
	Regime de câmbio flexível	Aumento do nível de renda	Aumento do nível de renda e da taxa de juros	-
Livre mobilidade de capital (economia pequena)	Regime de câmbio fixo	Nível de renda e taxa de juros constante	Elevação do nível de renda e taxa de juros constante	Elevação do nível de renda e taxa de juros constante
	Regime de câmbio flexível	Elevação do nível de renda e taxa de juros constante	Nível de renda e taxa de juros permanecem as mesmas	-
Mobilidade imperfeita de capital (economia grande)	Regime de câmbio fixo	Nível de renda e taxa de juros constante	Elevação do nível de renda e da taxa de juros	Aumento do nível de renda
	Regime de câmbio flexível	Aumento do nível de renda	Elevação do nível de renda e da taxa de juros	-

Fonte: Lopes e Vasconcellos (2014).

Analisando a Tabela 1, nota-se que em uma economia sem mobilidade de capitais, tanto a política monetária expansionista como a política fiscal expansionista não alteram a renda doméstica sob o regime de taxa de câmbio fixo. A única política, que aumenta a renda doméstica sob o regime de taxa de câmbio fixa e sem mobilidade de capital, é a política cambial. Conforme equação (13), a renda doméstica depende das exportações e importações de forma que uma desvalorização diminui as importações e, portanto, aumenta a renda de equilíbrio da economia. Enquanto uma valorização aumenta as importações e, portanto, diminui a renda de equilíbrio da economia. Com regime de câmbio flutuante, as economias podem aumentar a renda doméstica de equilíbrio por meio de políticas monetárias e fiscais expansionistas.

A elevação do nível de renda e a taxa de juros constante ocorrem em livre mobilidade de capital (em economia pequena) na política monetária em regime de câmbio flexível e na política fiscal e cambial em regime de câmbio fixo.

Com a mobilidade imperfeita de capital (em economia grande), o aumento do nível de renda ocorre em regime de câmbio fixo na política cambial e em regime de câmbio flexível na política monetária. Nesta mesma mobilidade imperfeita de capital, dada uma política fiscal expansionista, a elevação do nível de renda e da taxa de juros se mantém tanto em regime de câmbio fixo quanto flexível.

2.2. As Condições de Paridade de Juros e Evidências

Desde o início da década de 1960, os mercados financeiros do mundo estão ficando cada vez mais integrados, ou seja, cada vez mais os países não controlam o fluxo de entrada e saída de capitais. Em geral, os investidores estão expandindo seus horizontes e procurando diversificar sua carteira de ativos com títulos emitidos em outros países e denominados em outras moedas. Os fluxos de capital financeiro originam-se das decisões dos investidores estrangeiros quanto à percepção das oportunidades lucrativas. Portanto, o comportamento dos fluxos deve ser fortemente influenciado pelos retornos e riscos. Segundo Sachs e Larrain (2000), o capital financeiro tende a se direcionar aos países que oferecem uma maior taxa de retorno, ou seja, uma maior taxa de juros, levando também em consideração o risco envolvido. Esse movimento de capitais estrangeiro entrando nesse país faz com que a taxa de retorno se iguale a taxa de retorno em outros países, quando há mobilidade de capitais. Portanto, sob a hipótese de integração perfeita do mercado financeiro ou mobilidade de capitais perfeita, as taxas de juros do país doméstico tenderão a ser igual a taxa de juros do mercado financeiro internacional.

Os movimentos de capitais financeiros entre fronteiras são representados pelas condições de paridade de juros. Considerando os mercados financeiros do Brasil (país doméstico) e dos Estados Unidos (país estrangeiro), quando os retornos estiverem expressos na mesma moeda e na ausência de risco, o retorno sobre um Real investido em títulos dos Estados Unidos deverá ser igual ao retorno de um Real investido em títulos brasileiros. Os ativos, sendo expressos em moedas diferentes, tornam-se um dos aspectos problemáticos do investimento internacional, sendo assim, a comparação dos retornos em reais dos títulos domésticos e estrangeiros podem ser expressos pela Paridade Descoberta de Juros (PDJ). Conforme Silva (2006), a paridade descoberta de juros pode ser descrita como:

$$(1 + i_t) = (1 + i_t^*) - (E_t s_{t,t+k} - s_t) \quad (15)$$

onde $E_t S_{t,t+k}$ é o valor esperado em t da taxa de câmbio à vista em t+k condicionado às informações no tempo t, s_t é a taxa de câmbio à vista em t, i_t é a taxa de juros nominal doméstica e i_t^* é a taxa de juros nominal internacional.

Conforme Sachs e Larrain (2000), como o termo S_{t+1} não é conhecido com certeza no período atual (t), pode-se apenas ter uma expectativa do seu valor para o próximo período (t+1), isto é, a taxa de câmbio pode se desvalorizar ou não. Portanto, tem-se apenas a expectativa da taxa de câmbio do período (t+1), $E_t S_{t+1}$, formada no início do período de investimento.

As condições de arbitragem servem para modelar os fluxos de capitais entre países. Segundo Sachs-Larrain (2000), se os investidores forem neutros ao risco e tiverem as mesmas expectativas, todos os ativos precisam ter o mesmo retorno esperado, caso contrário, ninguém optaria por ficar com ativos cujos retornos esperados estão abaixo da média. O equilíbrio de mercado origina-se quando há mobilidade de capitais perfeita e, portanto, a condição de Paridade de Juros Descoberta vigora. A equação (15) é conhecida como PDJ, pois os investidores não estão cobertos ou seguros contra o risco cambial, ou seja, variação cambial. A taxa de câmbio atual e a taxa de câmbio no período de maturidade do título podem diferir, influenciando o retorno do investimento. Portanto, o termo $(E_t s_{t,t+k} - s_t)$ é conhecido como desvalorização esperada.

A equação (15) mostra que a taxa de juros doméstica é igual à taxa de juros estrangeira mais a taxa esperada de depreciação cambial. Isso evidencia importantes características e comportamentos dos investimentos estrangeiros.

A compra de um ativo estrangeiro não se resume apenas em um investimento em moeda estrangeira cujo retorno depende da valorização (ou não) da taxa cambial, os investidores preocupam-se com o risco. Em decorrência aos diversos riscos de manter o ativo doméstico em comparação ao ativo em moeda estrangeira, pode-se haver um prêmio risco (positivo ou negativo) para manter o ativo doméstico. Segundo Silva (2006), a PDJ pode ser escrita da seguinte forma:

$$(1 + i_t) = (1 + i_t^*) - (E_t s_{t,t+k} - s_t) + \text{Pr} \quad (16)$$

onde Pr representa um prêmio de risco. Quando o termo Pr for positivo, significa que os investidores exigem uma taxa de juros maior sobre o título doméstico para que possa investir relativo ao título estrangeiro, que tem menor risco. A paridade de juros descoberta mostra os tipos de riscos que os investidores incorrem em suas transações. Segundo Restier (2008, p. 1): “O risco país tem por objetivo medir a exposição à perda em operações de crédito internacional derivada de uma ação do governo, independente da vontade das partes envolvidas”. Segundo Silva (2006), o risco país abrange todas as barreiras sobre os fluxos de capitais entre as fronteiras mais o risco de crédito soberano.

Calderon e Fontes (1998) investigaram a influência de algumas variáveis macroeconômicas sobre o comportamento da credibilidade do país referente à percepção dos agentes econômicos sobre a capacidade de pagamento de suas dívidas e à introdução de barreiras sobre o fluxo de capitais, ou seja, relativo ao risco país. Por meio de uma análise de correlação entre o título da dívida externa brasileira e inflação esperada, verificou-se uma associação negativa entre essas variáveis. Isto é, quanto maior for a expectativa de inflação, maior será a percepção de risco país e, portanto, menor será o preço do título e maior seu rendimento. Dooley et alli (1996) mostra que uma elevada taxa de juros interna pode aumentar a despesa com a rolagem da dívida pública interna, criando uma expectativa negativa quanto à possibilidade do país honrar o serviço da dívida externa.

O mercado cambial globalizou-se com o avanço das telecomunicações e deu margem à realização de arbitragem de divisas, ou seja, operações de compra e venda de divisas com o objetivo de obter lucro com as diferenças nas cotações das moedas observadas nos diferentes mercados (Carvalho e Silva, 2011). De forma geral, existem dois tipos de mercado de câmbio: o mercado de câmbio à vista, onde são realizadas operações de compra e venda de moedas para entrega imediata (dois dias úteis) e mercado de câmbio a termo, onde os agentes compram e vendem divisas para pagamento e entrega em data futura (também conhecido como mercado futuro ou a termo). Este último serve para reduzir os riscos cambiais associados a transações internacionais.

A literatura mostra alguns resultados de pesquisa que buscam investigar os fatores explicativos do ingresso de capitais em países em desenvolvimento. Bernardelli e Araújo (2012) analisaram os determinantes da entrada de fluxos de capitais de curto prazo no Brasil a partir de janeiro de 1999 e tiveram como base os fatores *pull* e *push*. Os fatores *pull* são aqueles relacionados aos desenvolvimentos da economia doméstica. Já, os fatores *push* são aqueles relacionados ao comportamento da economia internacional. A análise emprega um modelo de

Vetores Autorregressivos Estruturais (SVAR), cobrindo o período de janeiro de 1999 a dezembro de 2011. Os resultados apontam a predominância do efeito *pull* sobre o efeito *push*, com destaque para o índice de preços do mercado de ações (IBOVESPA) e a taxa de juros SELIC como as variáveis domésticas, que mais influenciaram a variância dos fluxos de entrada de capitais de curto prazo no Brasil. O resultado primário das contas do governo foi utilizado como uma *proxy*, ou seja, para refletir um risco da economia interna. O saldo em transações correntes do balanço de pagamentos foi utilizado para refletir o risco do setor externo da economia brasileira. Ambas as variáveis macroeconômicas domésticas representaram aproximadamente 22% da variância do fluxo de capital de curto prazo para o Brasil. Enquanto que as variáveis externas utilizadas foram a taxa de juros norte americana com maturidade de três meses e a produção industrial dos EUA. As duas variáveis internacionais representaram aproximadamente 5,5% da variância do fluxo de capital. No que se refere às variáveis externas, o índice de produção industrial dos EUA afetou mais a variância do fluxo de capital para o Brasil que a taxa de juros americana de curto prazo, de forma que expansões na produção americana tiveram impactos positivos na entrada de capitais de curto prazo no Brasil.

Araújo e Flôres Júnior (2001) explicam os deslocamentos líquidos de capitais privados entre o resto do mundo e uma pequena economia. O estudo traz respostas para algumas questões relacionadas ao fenômeno do deslocamento de capital, inclusive seu relacionamento com diferenças de taxas de juros. Em um segundo momento, o trabalho analisa o comportamento dos movimentos de capital relacionados com a economia brasileira durante o período 1991-1998. Os autores trouxeram para o campo das finanças internacionais um enfoque onde é possível destacar o caráter simultâneo das duas principais decisões tomadas pelo investidor internacional - quando e quanto emprestar a um país estrangeiro. Levaram como principal ponto de investigação as relações entre movimentos de capitais e diferencial de taxas de juros e outras variáveis. O estudo foi desenvolvido com um modelo no qual a quantidade (a oferta de capital) e preço (o diferencial de juros) são endogenamente determinados. Segundo os autores, o fator que mais influenciou a entrada de capitais na economia brasileira foi o diferencial de juros, avalizando a visão clássica que considera a taxa de retorno esperada como único determinante do fluxo internacional de capitais. A significância do indicador de abertura da conta de capital sinaliza que, ao menos no curto prazo, as barreiras regulatórias foram eficazes.

Magalhães e Silva (2011) fizeram uma investigação dos principais fatores ou variáveis explicativas para a entrada de capitais privados estrangeiros em algumas economias latino-

americanas (Chile, México, Brasil e Argentina) a partir da década de noventa, examinando os fundamentos econômicos que atraíram e atraem a retomada de capitais privados estrangeiros na região, considerando uma análise estatística dos dados. Utilizaram a metodologia de fontes de dados, como: Banco Central do Brasil, IPEADATA, FGVDADOS, CEPAL e *Balance of Payments Statistics Yearbook*, além dos artigos científicos. Foram identificados resultados de reformas postas em práticas por parte dos países em desenvolvimento, o que caracterizou a estabilidade econômica dessas economias, principalmente de reformas adotadas pelo Brasil, Argentina, México e Chile, que direcionaram a economia rumo à abertura comercial; bem como a queda da taxa de juros internacional estimularam o retorno do fluxo da capital na América Latina. De um modo geral, neste período, os países em desenvolvimento se mostraram favoráveis à entrada de capitais, caracterizado por um elevado nível de liquidez no mercado internacional, resultado de reformas postas em práticas por parte dos países em desenvolvimento, o que caracterizou a estabilidade econômica dessas economias, principalmente de reformas adotadas pelo Brasil, Argentina, México e Chile, que direcionaram a economia rumo à abertura comercial; bem como a queda da taxa de juros internacional estimularam o retorno do fluxo da capital na América Latina. Os resultados mostraram que as crises afetaram significativamente a economia na América Latina, tendo inúmeras oscilações, tanto no saldo da balança financeira, quanto nos investimentos diretos e em carteira, mas, notou-se também que houveram recuperações nos saldos.

3. METODOLOGIA

A metodologia foi baseada na investigação bibliográfica, bem como na pesquisa, coleta e análise de dados secundários. No levantamento bibliográfico, foi realizada uma revisão da literatura teórica que trata do comportamento do fluxo de entrada de capital e de seus efeitos sobre a condução da economia de um país. Também, fez-se uma revisão da literatura empírica que estudou a retomada de capital privado estrangeiro no Brasil, mostrando alguns objetivos de estudos e bem como as metodologias empregadas e resultados obtidos. As referências abrangeram livros, artigos, publicações avulsas ou impressas e documentos eletrônicos. A revisão da bibliografia permitiu estudar o que já foi escrito sobre o assunto por parte de autores atuantes na área, com o objetivo de se inserir na discussão sobre o objeto de estudo e possibilitar a investigação da pesquisa e a manipulação de suas informações.

A pesquisa e coleta de informações secundárias foram realizadas nos sites do Banco Central do Brasil e IPEADATA para o período de 2000 a 2014 com dados anuais.

Em seguida, a análise descritiva da magnitude e da composição dos fluxos de entrada de capital no Brasil foi realizada por meio do comportamento da Conta Financeira do balanço de pagamentos do Brasil, ou seja, foram selecionadas as seguintes variáveis de entrada de capital privado estrangeiro: Saldo da Conta Financeira (SCF); Investimento Estrangeiro Direto (IED, que são os investimentos diretos no país, realizados por estrangeiros) e Investimento Estrangeiro em Carteira (IEC, que são os investimentos de estrangeiros em títulos no Brasil, configurando-se em um passivo do país com o resto do mundo) e reservas estrangeiras.

A literatura teórica e empírica estuda o comportamento do fluxo de entrada de capital estrangeiro por meio da identificação e estimação dos impactos dos fatores *pull* (variáveis domésticas) e *push* (variáveis externas). Segundo Bernardelli e Araújo (2012), os fatores *pull* são aqueles relacionados aos desenvolvimentos da economia doméstica. Já, os fatores *push* são aqueles relacionados ao comportamento da economia internacional. Portanto, segundo o Modelo IS-LM-BP, o movimento de capitais depende essencialmente das decisões de portfólio dos agentes, que buscam maximizar o retorno de certa carteira. Dessa maneira, fluxo de capital entre países é influenciado pelas taxas de juros interna (r) e internacional (r^*). Conforme a equação (16) para a paridade descoberta de juros, a taxa de câmbio influencia o comportamento do fluxo de capital, pois os investidores estrangeiros investem seu capital em moedas de outros países, portanto a taxa de câmbio à vista seria uma variável que influencia a decisão de investimento.

O risco país também é uma variável que influencia o comportamento dos investidores e, portanto, o fluxo de capital estrangeiro privado. Segundo Silva (2006), o risco país também é conhecido como ao risco *default* ou risco de crédito soberano e reflete todas as barreiras sobre os fluxos de capitais entre as fronteiras, isto é: a existência de controles de capital e a capacidade de um país realizar o pagamento de suas dívidas. Portanto, com o objetivo de captar a influência do risco país, insere-se na análise alguns indicadores do risco país, como por exemplo, o EMBI + e alguns fundamentos econômicos que podem indicar a estabilidade ou instabilidade no funcionamento da economia, que provavelmente podem variar a análise do risco país do Brasil, como: o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), a Dívida Externa Líquida do Governo Federal e Banco Central (DEGFL), Dívida Líquida do Setor Público Externa (DESPL) e Produto Interno Bruto (PIB).

O estudo tem como objetivo investigar as possíveis relações entre os fluxos de capitais privados estrangeiros e algumas variáveis *pull* e *push*, que influenciaram o comportamento dos investidores internacionais. Dessa forma, o estudo procurou investigar essas relações por meio de estimações de coeficientes de correlações. O coeficiente de correlação é a medida estatística que mede o grau de associação entre duas variáveis. Este coeficiente mostra se há um relacionamento entre as variáveis, ou seja, se as variáveis variam conjuntamente e qual o tipo de relação existe entre elas. Isto é, se existe uma relação positiva, onde as variáveis variam no mesmo sentido, ou uma relação negativa, onde as variáveis variam em sentido inverso.

De acordo com Bernardelli e Araújo (2012), o coeficiente de correlação de Pearson é uma medida do grau de relação linear entre duas variáveis quantitativas. O coeficiente de correlação de Pearson pode ser calculado da seguinte maneira:

$$r = \frac{\sum (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{(\sum (x_i - \bar{x})^2)(\sum (y_i - \bar{y})^2)}} \quad (17)$$

onde y e x são variáveis quantitativas. O coeficiente de correlação de Pearson varia entre os valores -1 e 1. O valor 0 (zero) significa que não há relação linear, o valor 1 indica uma relação positiva, linear e perfeita e o valor -1 também indica uma relação linear perfeita, mas inversa, ou seja, quando uma das variáveis aumenta a outra diminui. Quanto mais próximo estiver de 1 ou -1, mais forte é a associação linear entre as duas variáveis. Entretanto, o coeficiente de correlação de Pearson não mostra a causalidade entre as variáveis. As variáveis, que foram investigadas em suas correlações, estão reportadas na Tabela 2.

Tabela 2: Variáveis de Fluxo de capital estrangeiros, fatores internos e externos.

Variáveis de Fluxo de Capital Estrangeiro	Variáveis domésticas (Fatores Pull)	Variáveis externas (Fatores Push)
Saldo da Conta Financeira (SCF)	SELIC	LIBOR

Investimento Estrangeiro Direto (IED)	Índice de Preços ao Consumidor Amplo	Notas do Tesouro Americano (T-Bill)
Investimento Estrangeiro em Carteira (IEC)	Necessidade de Financiamento do Setor Público	
Reservas estrangeiras	Dívida Externa Líquida do Governo Federal e Banco Central	
	Dívida Líquida do Setor Público Externa	
	Produto Interno Bruto	

Elaborada pela própria autora (2015).

A nomenclatura dos indicadores analisadas é dada por:

- KA= representa uma variável de fluxo de capital estrangeiro da Argentina;
- Libor = representa a taxa de juros internacional Libor;
- TBill = representa a taxa de juros internacional Notas do Tesouro Americano;
- SELIC = representa a taxa de juros doméstica do Brasil;
- DESPL = representa a dívida líquida do setor público externa;
- PIB = representa o produto interno bruto;
- DEGFL = representa a dívida externa líquida do Governo Federal e Banco Central;
- NFSP = representa a necessidade de financiamento do setor público;
- IPCA = representa o índice de preços ao consumidor amplo

Partiremos para a apresentação das correlações entre as principais variáveis explicativas apresentadas neste trabalho, quais sejam: Investimento Estrangeiro em Carteira; Conta Capital e Financeira e Investimento Estrangeiro Direto com os Principais Índices dentre os supra citados. A partir da Tabela 3 abaixo, pode-se verificar a correlação entre as Variáveis e os Indicadores no período de 2000 a 2014, em dados médios anuais.

Comportamento das Correlações Entre Variáveis Explicativas 2000-2014		
Variável	Índice	Correlação
Investimento Estrangeiro em Carteira	IPCA	0,563823
Investimento Estrangeiro em Carteira	Necessidade de financiamento	0,391159
Investimento Estrangeiro em Carteira	Dívida Pública	-0,56472
Investimento Estrangeiro em Carteira	PIB	0,580069
Investimento Estrangeiro em Carteira	Libor	-0,27428
Investimento Estrangeiro em Carteira	T-Bill	-0,3039
Investimento Estrangeiro em Carteira	SELIC	-0,6502
Conta Capital e Financeira	IPCA	0,7495414
Conta Capital e Financeira	Necessidade de financiamento	0,449188
Conta Capital e Financeira	Dívida Pública	-0,82134
Conta Capital e Financeira	PIB	0,797637
Conta Capital e Financeira	Libor	-0,43072
Conta Capital e Financeira	T-Bill	-0,46828
Conta Capital e Financeira	SELIC	-0,79645
Investimento Estrangeiro Direto	IPCA	0,816612
Investimento Estrangeiro Direto	Necessidade de financiamento	0,518095
Investimento Estrangeiro Direto	Dívida Pública	-0,92378
Investimento Estrangeiro Direto	PIB	0,879183
Investimento Estrangeiro Direto	Libor	-0,46787
Investimento Estrangeiro Direto	T-Bill	-0,51453
Investimento Estrangeiro Direto	SELIC	-0,81938

Tabela 3: Comportamento das Correlações Entre Variáveis Explicativas 2000-2014
Elaborado pela autora

4. RESULTADOS

4.1. Identificação de determinantes internos e externos dos ingressos de capitais estrangeiros no Brasil

No período 2003 a 2007, o desempenho favorável das exportações brasileiras de bens permitiu que fossem acumulados US\$ 45 bilhões em saldo na conta de transações correntes, o que compensou o significativo déficit na conta de serviços. Tais recursos somados a entrada de capital em forma de investimentos, empréstimos e aplicações financeiras propiciaram a formação de saldo de US\$ 133 bilhões no balanço de pagamentos brasileiros (Tabela 3).

Depois que a crise se instalou na economia internacional no último trimestre de 2008, a balança comercial continuou cumprindo um papel importante nas contas externas brasileiras, ainda que inferior ao período anterior, mas ainda assim o balanço de pagamentos do Brasil se manteve em uma situação relativamente confortável, mesmo com o déficit de transações tendo se ampliado aceleradamente.

O balanço de pagamentos nacional em 2014 registrou saldo de US\$ 10,8 bilhões, que é a diferença entre os recursos que entraram e saíram no país ao longo do ano, revertendo em US\$ 5,9 bilhões do saldo negativo em 2013, de acordo com a tabela abaixo.

Depois de 2006, o Brasil passou a registrar superávits nas contas externas, formados, por exemplo, pelas exportações e entrada de capital para investimentos no país. Porém, desde 2012 o balanço de pagamentos brasileiro vem passando por um processo degenerativo nos seus resultados.

Tabela 4: Balanço de Pagamentos do Brasil. Médias anuais 2003-2007 e 2008-2011 e resultados anuais de 2013 e 2014 em US\$ milhões.

Discriminação	MÉDIAS ANUAIS				
	2003-2007	2008-2011	2012-2014	2013	2014
I - Transações Correntes	9.007	-38.060	-75.435	-81.108	-90.948
Balança Comercial (FOB)	37.925	25.016	5.955	2.399	-3.930
Exporetações de bens	117.265	202.223	236.571	242.034	225.101
Importação de bens	-79.340	177.207	230.616	239.634	229.031
Serviços e rendas (líquidos)	-32.517	-66.438	-84.101	-86.874	-88.941
Serviços	-8.155	-26.175	-45.602	-47.096	-48.667
Rendas	-24.362	-40.263	-38.500	-39.778	-40.273
Transferências Unilaterais	-3.599	3.362	2.712	3.366	1.922
II - Conta Capital e Financeira	18.846	78.238	81.276	74.245	99.572
Investimento direto	9.784	41.310	67.206	67.941	66.035
III - Erros e Omissões	-1.231	-838	2.095	936	2.209
IV - Saldo Elevado	26.623	39.339	7.935	-5.926	10.833

Fonte: Banco Central do Brasil.

As contas externas brasileiras foram mais impactadas depois que a crise internacional voltou a se agravar a partir de 2011. Através dos resultados da conta de transações correntes, o déficit médio anual saltou dos US\$ 38 bilhões do período 2008-2011 para mais de US\$ 70 bilhões entre 2012 e 2014, o resultado disso foi a forte retração do saldo da balança comercial para uma média anual próxima de US\$ 6 bilhões relativo aos US\$ 25 bilhões do período anterior, enquanto os desembolsos com serviços como viagens, passagens e aluguéis de equipamentos saltaram dos US\$ 26 bilhões médios anuais para US\$ 45,6 bilhões da média anual entre 2012-2014. Ou seja, a deterioração do saldo comercial implicou perdas de cerca de US\$ 57 bilhões nesse último período, e a conta de serviços, uma perda adicional de US\$ 58 bilhões. Para efeito de apresentação de um resultado acurado deste estudo, A partir da Tabela 3 podemos observar, de forma ilustrativa na Figura 1, o comportamento das correlações acima, o que nos permite inferir sobre a seguinte proposição:

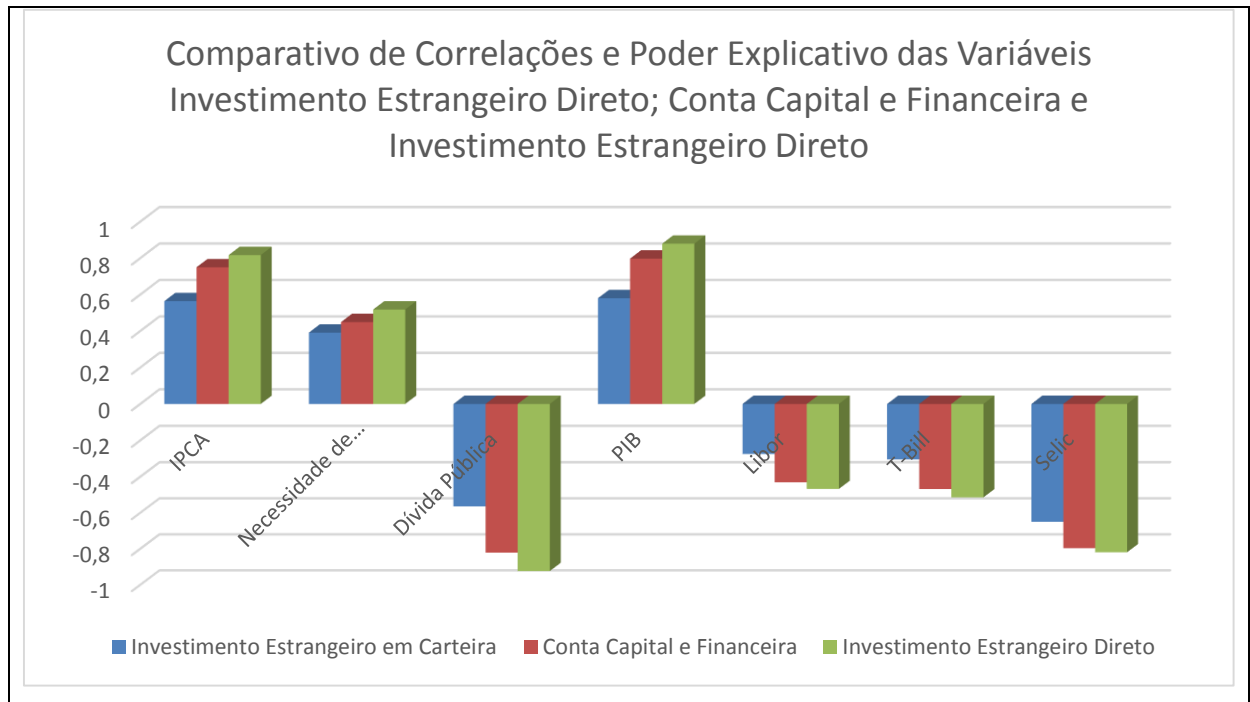


Figura 1: Comparativo de correlações entre Variáveis e Índices
Elaborado pela autora

- 1) Todas as três variáveis têm comportamento semelhante no contraste das correlações em relação aos Índices, ou seja, o Investimento Estrangeiro em Carteira; Conta Capital e Financeira e Investimento Estrangeiro Direto se apresentam com correlações positivas ou negativas segundo o índice;
- 2) As variáveis Investimento Estrangeiro em Carteira; Conta Capital e Financeira e Investimento Estrangeiro Direto apresentam correlação positiva em relação ao IPCA; Necessidade de financiamento e PIB, ou seja, a entrada de recursos estrangeiros é refratária positivamente ao índice de preços, demanda de ativos e crescimento econômico; no oposto, as variáveis apresentam correlação negativa em relação à Dívida Pública; Libor; T-Bill, ou seja, em ambiente de queda das taxas de juros internacionais (Libor e T-Bill) há uma recepção maior de capital estrangeiro.
- 3) As variáveis Investimento Estrangeiro em Carteira; Conta Capital e Financeira e Investimento Estrangeiro Direto tem correlação negativa em relação à taxa de juros interna SELIC, o que nos leva a refletir que os fatores de atratividade do capital estrangeiro para o Brasil não são exclusivamente especulativos, ou seja, a entrada de capital estrangeiro está também vinculada à uma perspectiva positiva de eficiência marginal do capital e condições estáveis para a trajetória dos capitais na economia brasileira;

- 4) Por fim, evidencia-se que a variável Investimento Estrangeiro Direto possui uma correlação mais forte em relação a todos os índices apresentados, o que nos leva a refletir que a composição de investimento produtivo é a mais sensível às alterações nos indicadores, podendo reforçar a sintonia fina entre a performance dos *players* ligados ao ramo empresarial e empreendedor para com a dinâmica dos Índices em sua amplitude nacional e internacional.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os mercados financeiros do mundo ficaram mais integrados desde o início da década de 60, ou seja, cada vez mais os países não controlam o fluxo de entrada e saída de capitais. Os investidores estão expandindo seus horizontes e procurando diversificar sua carteira de ativos com títulos emitidos em outros países e denominados em outras moedas. A compra de um ativo estrangeiro não se resume apenas em um investimento em moeda estrangeira cujo retorno depende da valorização (ou não) da taxa cambial, os investidores preocupam-se com o risco.

Em decorrência aos diversos riscos de manter o ativo doméstico em comparação ao ativo em moeda estrangeira, pode-se haver um prêmio risco (positivo ou negativo) para manter o ativo doméstico. Os fluxos de capital financeiro originam-se das decisões dos investidores estrangeiros quanto à percepção das oportunidades lucrativas. Portanto, o comportamento dos fluxos deve ser fortemente influenciado pelos retornos e riscos.

O capital financeiro tende a se direcionar aos países que oferecem uma maior taxa de retorno, levando também em consideração o risco envolvido. Esse movimento de capitais estrangeiros entrando nesse país faz com que a taxa de retorno se iguale a taxa de retorno em outros países, quando há mobilidade de capitais. Portanto, sob a hipótese de integração perfeita do mercado financeiro, as taxas de juros do país doméstico tenderão a ser igual a taxa de juros do mercado financeiro internacional.

Notou-se que a renda doméstica depende das exportações e importações de forma que uma desvalorização diminui as importações e aumenta a renda de equilíbrio da economia. Enquanto uma valorização aumenta as importações e, portanto, diminui a renda de equilíbrio

da economia. Notou-se, ainda, que o fluxo de entrada de capital no Brasil é maior a medida que aumenta a taxa de juros nacional.

Depois que a crise se instalou na economia internacional no último trimestre de 2008, a balança comercial continuou mostrando bons resultados nas contas externas brasileiras, inferior ao período anterior, mas ainda assim o balanço de pagamentos do Brasil se manteve em uma situação relativamente confortável, mesmo com o déficit de transações tendo se ampliado aceleradamente. O balanço de pagamentos nacional em 2014 registrou saldo de US\$ 10,8 bilhões, que é a diferença entre os recursos que entraram e saíram no país ao longo do ano, revertendo em US\$ 5,9 bilhões do saldo negativo em 2013. Porém, desde 2012 o balanço de pagamentos brasileiro vem passando por um processo degenerativo nos seus resultados.

O que fica de apreciação do presente trabalho, a título de consideração sumária, é que o comportamento do fluxo de capitais estrangeiros no Brasil, no período de 2000 a 2014 é decorrente mais de um panorama positivo quanto à estabilidade da moeda, de um arranjo estável de governança, possibilidade de eficiência marginal do capital em médias aceitáveis, em suma, condições macro e microeconômicas satisfatórias para o ingresso de investimentos produtivos. Sob este prisma, a aderência do ingresso de capital estrangeiro para fins estritamente especulativos, com alta volatilidade, parece não se confirmar. O que nos leva a aventar, nos períodos próximos, a necessidade de manutenção das condições internas propícias para recepção e dinamização dos capitais externos, especialmente dos investimentos estrangeiros diretos, que são os que impactam diretamente no crescimento econômico, geração de emprego e renda.

REFERÊNCIAS

ARAÚJO, Carlos H. V. E FLÔRES JÚNIOR, Renato G. **Análise do financiamento externo a uma pequena economia:** aplicação da teoria do prêmio monetário ao caso brasileiro, 1991-1998. Trabalho para Discussão: Banco Central do Brasil, Brasília, n.10, p.1-70, mar. 2001. Disponível em <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em 08/abr./2015.

BERNARDELLI, Alessandro Garcia E ARAÚJO, Eliane Cristina de. **Uma Análise dos Determinantes do Fluxo de Capital de Curto Prazo para o Brasil no período 1999 a 2011 utilizando um modelo VAR estrutural.** Maringá, UEM, 2012. Disponível em:

<http://www.anpec.org.br/encontro/2012/inscricao/files_I/i69683116dd683cffdb618ba6bf270c236.pdf>. Acesso em 03/jun./2015.

BORGES, Bráulio; BRAGA, Carlos; RAMALHO, Celina; SOUZA, Cristiano; JENSEN, Juan. **Cinco anos de crise econômica no mundo**. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/infograficos/2013/5-anos-de-crise-economica-no-mundo/>>. Acesso em 06 jul. 2014.

CALDERON, Paulo E FONTES, Rosa. **Credibilidade e mercado secundário da dívida externa brasileira**. Porto Alegre, UFRGS, 1998.

CARVALHO, Maria Auxiliadora de E SILVA, César Roberto Leite da. **Economia Internacional**. Editora Saraiva, 2011.

COSTA, Fernando N. **Economia Brasileira Pós-Crise de 2008**. Disponível em: <<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2013/09/17/economia-brasileira-pos-crise-de-2008/>>. Acesso em 06 Jul. 2014.

EDWARDS, Sebastian. **Capital inflows into Latin America: stop-go story**. NBER Working Paper, Cambridge: MA, n. 6441, p.1-42, 1998a.

EDWARDS, Sebastian. **Capital inflows, real exchange rates and capital controls: some Latin American experiences**. NBER Working Paper, Cambridge: MA, n. 6800, p.1-77, nov., 1998.

EDWARDS, Sebastian. **Latin America and the Caribbean: a decade after the debt crisis**. Washington, D.C.: World Bank, 1993.

KRUGMAN, Paul R.; OBSTFELD, Maurice. **Economia Internacional – Teoria e Política**. São Paulo: Makron Books, 807p. 1999.

LOPES, Luiz Martins E VASCONCELLOS, Marco Antônio Sandoval de. **Manual de Macroeconomia Básico e Intermediário**. São Paulo: Editora Atlas, 2013.

MAGALHÃES, Eduardo Teixeira E SILVA, Soraia Santos da. **Análise dos ingressos de capital financeiro internacional na América Latina a partir da década de noventa**. Dourados, PIVIC-UFGD, 2011.

MÖLLER, Horst Dieter & Callado, Antônio André Cunha. **Fluxos de capital no Brasil pós-Plano Real – Capital flows in Brazil after Plano Real**. Belo Horizonte, UFRPE, 2004. 86 p.

Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento. **Relatório de Desenvolvimento Humano 2010** – Edição do 20º aniversário. A verdadeira riqueza das Nações: Vias para o Desenvolvimento Humano. Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento- PNUD, 237 páginas. Disponível em: < http://www.idis.org.br/biblioteca/pesquisas/pnud_hdr_2010.pdf>. Acesso em 06 jul. 2014.

SACHS, Jeffrey D. E LARRAIN, Felipe B. **Macroeconomia em uma Economia Global**. Ed.: Makron Books, 848p. 2000.

SACHS, Jeffrey D. E LARRAIN, Felipe B. **Macroeconomia**. Ed.: Makron Books, 904p., 1995.

SANTOS, Cristian Chedid. **O comportamento do risco país e sua relação com o endividamento brasileiro após a década de 1990**. Caxias do Sul, UCS, 2008. 88 p.

SILVA, Soraia Santos da. **Integração financeira e os fluxos de capitais no Brasil**: uma abordagem das condições de não-arbitragem, 1990 a 2004. Porto Alegre, UFRGS, 2006.

STALLINGS, Barbara E PERES, Wilson. **Crescimento, emprego e equidade**: o impacto das reformas econômicas na América Latina e Caribe. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2002.

TREUHERZ, Rolf Mário. **Manual das crises para países emergentes** – Sinais de alerta e medidas preventivas. Editora Futura, 2000.