

As raízes financeiras do investimento direto estrangeiro: notas sobre a experiência brasileira recente*

André Luís Forti Scherer**

A economia mundial no final do século apresenta, como os mais importantes atores da valorização internacional do capital, os principais agentes do mercado financeiro (investidores institucionais e *hedge funds*, especialmente) e as empresas multinacionais. Ao mesmo tempo em que o crescimento da produção é insatisfatório e o desemprego assume um caráter estrutural em grande parte dos países (com a honrosa exceção dos Estados Unidos), os diversos fundos de investimento e as empresas multinacionais mostram um ininterrupto aumento em seu poderio financeiro e em sua capacidade de influenciar os rumos da economia mundial, podendo ser considerados como os verdadeiros ganhadores no processo de mundialização da economia até o momento.

Seja por seus encadeamentos complexos, por seu volume extraordinário ou, ainda, por suas conseqüências, o lugar privilegiado ocupado pela finança na economia contemporânea a torna o ponto de partida obrigatório para a compreensão dos fenômenos que afetam o comportamento das empresas, as quais se encontram frente a um ambiente econômico instável, pouco regulamentado e que prioriza o lucro rápido e especulativo. O atual modo de organização do sistema financeiro internacional privilegia a transferência de ativos à criação de riqueza como meio de obtenção de lucros, em uma lógica que pode ser considerada como puramente "rentista", como aponta o *Trade and Development Report* (1998) da United Nations on Trade and Development

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

(UNCTAD).¹ O deslocamento de volumes de capital sem precedentes encontra-se na origem de uma lógica competitiva internacionalizada que coloca “todos contra todos”, onde instituições financeiras (tradicionais ou não), empresas e estados estão ligados por redes de participações, tendo por objetivos a valorização nominal dos ativos financeiros e a preservação de seu valor patrimonial.

A análise do investimento multinacional e a da finança internacional são geralmente realizadas de modo estanque, dificultando a percepção de que o aumento no fluxo do investimento direto estrangeiro (IDE), principal instrumento de internacionalização das atividades das empresas multinacionais, se encontra estreitamente relacionado ao novo papel desempenhado pela finança no contexto econômico internacional, a partir de sua liberalização. A despeito de mudanças significativas na forma assumida pelo IDE, com o aumento das fusões/aquisições e a participação das empresas multinacionais nos processos de privatização, a quase-totalidade dos estudos sobre o tema tem, por base, uma visão unicamente 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 à rentabilidade, ao prazo de maturação e à forma desses investimentos, atingindo, também (e, talvez, principalmente), os investimentos multinacionais. Essa omissão tem sua origem nas diferenças conceituais entre investimento direto estrangeiro e investimento externo de *portfolio*, o primeiro inteiramente guiado por questões produtivas, e o segundo, por questões financeiras.

Este artigo tem por objetivo verificar o modo como o atual contexto econômico mundial repercute sobre as motivações das empresas em investirem no Exterior, buscando incorporar à tipologia dos fatores determinantes do investimento direto estrangeiro as mudanças ocorridas a partir da ascensão da finança internacional a uma posição dominante. Procura-se, assim, em nível teórico, assimilar os fatores que influenciam a capacidade de atração dos investimentos diretos externos à interpretação do sistema econômico contemporâneo como um “regime de acumulação à dominância financeira” (CHESNAIS, 1997a, 1997b), ou àquela que vê, na “financeirização global”, o

¹ Conforme o **World and Trade Report** (1998, p.11), “(...) *modern financial markets are organized less to create wealth and employment than to extract rent by buying and selling second-hand assets, and the discipline these markets exert on policymakers reinforces the advantages of existing wealth holders*”.

padrão sistêmico da riqueza atual (BRAGA, 1997)², para, a partir daí, se efetuarem algumas observações quanto à natureza dos fluxos de IDE verificados na economia brasileira, na segunda metade da década de 90.

Em uma primeira parte, são apontadas algumas das características da economia sob dominância financeira e da constituição de uma lógica baseada nos princípios da finança, capaz de influenciar as decisões de empresas, *a priori*, não financeiras. Após, são analisadas as mudanças que afetam os determinantes do IDE, a partir da financeirização da economia. Por último, apresentam-se algumas observações sobre a recente elevação no ingresso do IDE no Brasil, depois de 1995.

1 - A economia sob dominância financeira: gênese e características

O atual processo de aumento do poderio do capital financeiro deve ser compreendido a partir de três elementos principais: sua grande concentração, o extraordinário aumento de sua liberdade de movimentação e, sobretudo, o excessivo grau de dependência frente aos humores dos detentores da liquidez em que se colocaram os governos dos mais diferentes países, a partir do acúmulo de dívidas públicas elevadas, o que restringe, sobremaneira, sua capacidade de reação (CHESNAIS, 1997b, p.290). É um processo que exige uma análise em duas dimensões, a econômica e a política, as quais se encontram fortemente conectadas. O desabamento do sistema de taxas de câmbio fixas após o início dos anos 70 e as sucessivas ondas de desregulação que o seguiram levaram à emergência de novas formas de poupança (representadas, principalmente, pelos fundos de pensão e pelos fundos coletivos de investimento — *mutual funds* e

² 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, 1997a, p.62, BRAGA, 1997, p.196), devendo ser considerados “em sua totalidade”. Daí advém a necessidade da abordagem teórica de os investimentos diretos estrangeiros levarem 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, Belluzzo (1997, p.191) afirma que as questões que afetam as estratégias de localização e as mudanças morfológicas da moderna corporação transnacional somente podem ser corretamente compreendidas à luz das transformações ocorridas no sistema financeiro.

hedge funds)³, com a rápida difusão de novos “produtos” financeiros (securitização, acompanhada por derivativos e futuros) e da “finança direta” (desintermediação, representada pela atuação dos bancos de investimento e das corretoras) nos mercados financeiros internacionais.⁴ Essas transformações desembocaram na interconexão dos mercados financeiro e monetário nacionais em um ambiente caracterizado pela instabilidade.

Chesnais (1996, p.22-29) propõe uma periodização do processo de surgimento da finança mundializada. Como etapa prévia e indispensável à expansão da esfera financeira após os anos 80 se encontram os eventos ligados à constituição do mercado de eurodólares, ao fim do sistema de Bretton-Woods e ao endividamento crescente do Terceiro Mundo. É o que foi denominado de “internacionalização financeira indireta” e que teve sua origem na política econômica adotada pelos governos norte-americanos já a partir dos anos 60.

No período 1980-85, a adoção de uma política monetária restritiva de parte dos governos dos EUA e da Inglaterra⁵, a expansão da securitização das dívidas públicas, a liberalização dos movimentos de capitais e das taxas de juros, o crescimento acelerado dos ativos pertencentes aos fundos de pensão e aos fundos coletivos de investimento, a emergência dos mercados de produtos derivados e de *junk bonds* levam a internacionalização da finança a uma segunda etapa, caracterizada pela interconexão dos sistemas financeiros nacionais. No entanto tratava-se de um processo ainda limitado ao mercado financeiro dos países desenvolvidos, mesmo que o final dos anos 70 marque o início das

³ *Hedge funds* são fundos privados de investimento, localizados normalmente *offshore*, de modo a escaparem a qualquer tentativa de regulamentação e de imposição fiscal. Seus fundos são alimentados por outros grandes investidores, como fundos de pensão, fundos mútuos e companhias seguradoras, e seus administradores engajam-se em práticas arriscadas, como compra e venda de derivativos, por exemplo. Estão bastante presentes na especulação contra moedas, possuindo ativos da ordem de mais de 200 bilhões de dólares no final de 1998 (LTCM..., 1999), embora o efeito de alavancagem que caracteriza suas atividades permita o engajamento em operações bastante superiores aos seus fundos próprios (sobre a definição e as características de investimento dos *hedge funds* ver **World Economic Outlook** (1998)).

⁴ A securitização compreende a emissão de títulos negociáveis por Estados (bônus), instituições financeiras (certificados de depósitos) ou empresas (*commercial papers*). Os derivativos apresentam-se em três segmentos (opções, futuro e *swaps*) e visam “proteger” os investidores da volatilidade das taxas de juros e de câmbio e das variações bruscas no preço das ações, entre outras “apostas” possíveis.

⁵ O *status* de moeda mundial de referência conferido ao dólar a partir de seu papel de único valor-refúgio internacional em um contexto de elevada instabilidade foi fundamental para situar a economia norte-americana como a principal receptora de capitais do mundo nas últimas duas décadas. A esse respeito, ver Tavares (1997) e Tavares e Melin (1997).

tentativas do desenvolvimento de políticas econômicas de orientação liberal na América Latina (Argentina e Chile).

Uma terceira etapa pode ser observada após 1986, com a intensificação das tendências da etapa anterior e com a incorporação dos chamados “mercados emergentes” à mundialização financeira. O aumento explosivo das atividades nos mercados de câmbio e de produtos derivados, conjuntamente à desregulação do mercado acionário e de títulos públicos (alimentado pela securitização das dívidas dos países “emergentes”) caracterizam a extensão da mundialização financeira aos países em desenvolvimento, movimento do qual também faz parte a internacionalização dos serviços públicos, a partir do desenvolvimento das privatizações nesses países.

É interessante ressaltar que esse processo de desregulação deu-se em nome de uma maior eficiência do sistema financeiro⁶, a qual era portadora da promessa de redução dos custos de financiamento do desenvolvimento das atividades produtivas, ao mesmo tempo em que proveria a quantidade de recursos necessária a esse fim. No entanto, 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, 1997, p.196).

A defasagem existente entre a taxa de crescimento do estoque de ativos financeiros e a taxa de crescimento da produção medida pelo PIB dos principais países industrializados fornece uma boa ilustração do desenvolvimento desigual da esfera financeira e produtiva que caracteriza a mundialização financeira. Ao mesmo tempo em que o estoque de ativos financeiros cresceu a uma taxa média anual de 5% entre 1980 e 1992 (McKinsey, *apud* CHESNAIS, 1997b, p.196), o PIB dos países do G-7 apresentou um crescimento médio anual de 2,8% durante os anos 80, reduzido a 2% nos primeiros cinco anos da década de 90 (PLIHON, 1996, p.100). Os fluxos financeiros internacionais conheceram um aumento ainda mais impressionante com relação à necessidade de financiamento dos déficits em transações correntes. Enquanto estes se estabilizaram em torno de 300 bilhões

⁶ “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).

de dólares a partir dos anos 90, o volume das transações financeiras internacionais em títulos, medidas em relação ao PIB dos países do G-7, passou de uma média inferior a 10% em 1980 para mais de 100% em 1992 (PLIHON, 1996, p.113).⁷

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 1.300 e 1.500 bilhões de dólares, apenas 8%, em média, são destinados ao pagamento de transações comerciais internacionais ou a investimentos externos diretos (O'Brien, *apud* CHESNAIS, 1997b, p.48).⁸

As disparidades entre a economia "real" e o volume das transações nos mercados financeiros não significam a independência (ou autonomia) da esfera financeira. O comportamento dos mercados não financeiros, em momentos de choques ou de crises, demonstra bem que a volatilidade das taxas de juros e as crises nos mercados cambiais possuem efeitos por vezes devastadores sobre a produção e o emprego nos países atingidos. Mesmo em períodos de relativa estabilidade nos mercados financeiros internacionais, o gerenciamento das dívidas internas tem se constituído no principal mecanismo indutor das transferências de capital da esfera produtiva para a esfera financeira, alimentando, assim, o volume da "espuma" financeiro e/ou especulativa.

O crescimento dos volumes das transações financeiras pode ser visto, ao menos parcialmente, como uma conseqüência da criação de cadeias de instrumentos de "segurança" (*hedge*), dos quais os produtos derivados são o elo mais visível. O valor transacionado aumenta, real ou virtualmente (nos mercados a termo), na medida em que cada operação "protetora" abre espaço a novas transações, com o objetivo de redução do risco.⁹ Impulsionados por essa demanda por segurança, os atores da finança mundializada multiplicam a diversidade de produtos ofertados com esse objetivo.

⁷ O crescimento mais significativo foi o da Itália (de 1,1% em 1980 a 118,4% em 1992). Na Inglaterra, principal mercado financeiro europeu, o volume de transações internacionais com títulos atingiu 1.015,8% do PIB em 1992!

⁸ O Banco de Compensações Internacional (BIS) efetuou um cálculo de transações de um montante 1.100 bilhões de dólares por dia nos mercados de câmbio internacionais em 1995, dos quais 56% transacionados no segmento futuro (MIRANDA, 1997, p.243). Segundo o BIS, as transações no mercado cambial induzidas pelas operações financeiras seriam 50 vezes mais importantes que aquelas ligadas ao comércio internacional (PLIHON, 1996, p.113).

⁹ Belluzo (1997, p.153) salienta o caráter de **repartição** do risco próprio aos produtos derivados, o qual não deve ser confundido com sua **eliminação**.

Aos produtos derivados adicionam-se as transações especulativas no mercado cambial e o peso cada vez maior dos investidores institucionais (fundos de pensão e fundos de investimento, mas também seguradoras e bancos de investimento), os quais buscam, mundialmente, liquidez aliada a taxas de juros elevadas. Como outros atores da finança mundializada, esses investidores apresentam como característica uma extrema sensibilidade à mínima possibilidade de elevação das taxas de inflação, a qual procuram “antecipar” com ações defensivas que aumentam a instabilidade das economias dos países escolhidos como receptores de capital. As dívidas públicas securitizadas e a inter-relação que esse tipo de transação estabelece entre os mercados de crédito e de capitais são elementos adicionais que colaboram para a expansão do volume de transações nos mercados financeiros mundiais.

A importância emprestada à liquidez dos títulos pelos investidores — a disponibilidade de liquidez reduz riscos e abre espaços a novas oportunidades de investimento — traduziu-se no avanço do processo de desintermediação financeira. Pressionados, principalmente pelos fundos de investimento coletivos, os bancos “tradicionais” reagiram, ofertando ativos que apresentam elevada liquidez e remuneração. Esses ativos desempenham o papel de **quase-moeda**, tornando mais difícil a tarefa dos Bancos Centrais e aumentando o potencial de valorização da riqueza sob a forma financeira.¹⁰ Essa reação não foi suficiente para a manutenção da parte dos bancos no montante global de transações, principalmente no segmento concernente às operações internacionais, onde sua participação caiu de 64,5% em 1985 para 22,6% em 1993. Isso se torna aparente pelo avanço da securitização — principal instrumento da desintermediação — nas transações internacionais (e, significativamente, mesmo naquelas ao encargo dos bancos comerciais), embora a finança direta não tenha ultrapassado a intermediação clássica no mercado interno dos países desenvolvidos (MIRANDA, 1997, p.244).

Conforme Braga (1997, p.198), resulta da ascensão da finança mundializada **uma nova interação entre moeda, crédito e patrimônio**. Os bancos, os investidores institucionais e as corporações industriais geram seu *portfolio* de produtos financeiros e de moedas a partir de uma perspectiva de administração de ativos, tendo por base os próprios títulos, e não a moeda ou as reservas

¹⁰ A reação dos bancos comerciais ao avanço da descentralização do crédito passou pela oferta de novos instrumentos e possibilidades de investimento aos clientes, como mostra Braga (1997, p.203-4).

bancárias. A possibilidade de passar velozmente e sem restrições de um segmento a outro do mercado (de taxas fixas a variáveis, de mercado à vista para mercado a termo, por exemplo) é representativa do grau de liberdade de movimentação do capital, resultado do fim da “compartimentalização” que caracterizava a atuação das instituições financeiras até o início dos anos 80.

O deslocamento internacional de grandes volumes de capital torna imperativa a coordenação das políticas monetária e cambial dos países, o que dificulta sua capacidade de conciliar simultaneamente o crescimento interno e as exigências dos investidores financeiros. Esses avaliam os lucros financeiros líquidos, descontando das taxas de juros obtidas as variações da taxa de câmbio da moeda do país onde realizam as aplicações. A permanente arbitragem juros/câmbio, agravada pela necessidade de “antecipar” os eventos, característica dos mercados financeiros, engessa as margens de manobra individuais da política econômica dos governos dependentes dos fluxos de capital financeiro em um contexto de enorme mobilidade do capital, ao qual não são estranhas as políticas de liberalização dos movimentos de capital patrocinadas por esses mesmos governos.

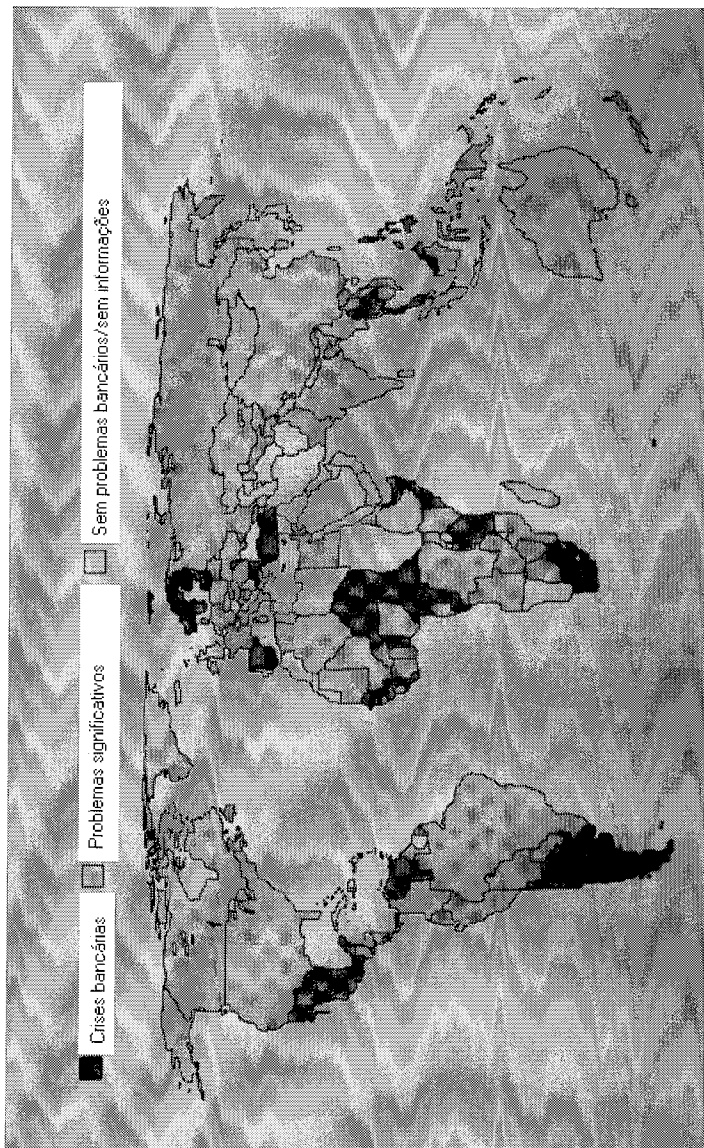
Nesse ambiente, a instabilidade financeira tornou-se a norma e representa, conforme a UNCTAD (Trade Develop. Rep., 1998), “o mais importante empecilho para um crescimento rápido e sustentado da economia mundial”. De 184 países, ao menos 141 conheceram problemas bancários graves (crises), ou significativos, entre 1980 e 1996, como pode ser visto na Figura 1. Dentre esses, encontra-se a totalidade dos chamados países “emergentes”, ou seja, os países em desenvolvimento que participam ativamente dos fluxos internacionais de capital. Torna-se cada vez mais evidente — e reconhecido — que a interconexão dos mercados financeiro e monetário dos países porta *en se* o risco de uma crise “sistêmica” generalizada.¹¹

Pode-se notar que, mesmo excluindo os recentes problemas financeiros na Ásia, na Rússia e no Brasil, cujos efeitos sociais, embora já aparentes, ainda estão longe de poder ser avaliados em toda sua extensão, os efeitos da instabilidade financeira sobre o comportamento das economias atingidas por problemas bancários de menor intensidade estão longe de ser desprezíveis. As maiores economias latino-americanas encontram-se entre aquelas que tiveram sua capacidade de crescimento afetada por problemas oriundos do setor financeiro, como mostra o Quadro 1.

¹¹ Sobre o conceito e as fontes do risco de sistema, ver Aglietta (1995).

Figura 1

Problemas bancários através do mundo — 1980-96



FONTE: GOODHART, Charles et al. (1998). *Financial regulation: why, how and where now?* London : Routledge. p.16.

Quadro 1

Impacto dos problemas bancários para a economia de alguns países da América Latina

PAÍSES	REPERCUSSÕES PARA O CRESCIMENTO
Argentina	(1980-82): aumento da taxa de juros, ruptura nos sistemas de crédito e de pagamentos, redução no crescimento, redistribuição da riqueza em favor dos devedores. (1995): o crescimento pós-plano de convertibilidade foi revertido.
Brasil	(1994-presente): aumento nas taxas de juros e maior precaução do sistema bancário, com a limitação do acesso ao crédito.
Chile	(1981-87): crescimento reduzido para 1% a.a. contra 8% a.a. nos cinco anos precedentes.
México	(1994-presente): níveis elevados de juros reais, afetando a capacidade de pagamento e rolagem das dívidas. Crédito ao setor privado reduzido em 20% em termos reais durante o ano de 1995.
Paraguai	(1995-presente): redução dos fundos bancários; redução no crescimento da economia em 1995, causada, em parte, por problemas bancários.

FONTE: Elaborado a partir de GOODHART, Charles *et al.* (1998). **Financial regulation: why, how and where now?** London: Routledge. p.31-33.

Mas as crises financeiras não repercutem de um mesmo modo sobre todas as empresas em uma economia. As chamadas agências de *rating*, empresas privadas, assumindo o papel de verdadeiras instituições públicas garantidoras da solvabilidade do sistema financeiro, classificam as empresas e os governos conforme o risco presumido para os emprestadores. Essas agências atribuem notas que aumentam, ou reduzem, os custos de financiamento, cobrando para tal uma comissão e contando com a complacência, e até mesmo o apoio, das autoridades públicas, que reconhecem muitas delas.¹²

Trata-se, portanto, das verdadeiras instituições que regulam o mercado internacional do crédito, supostamente aberto a todos nas mesmas condições. A possibilidade de obtenção de financiamento sem apelar aos serviços (pagos) das agências é pequena, estas se reservando o direito de avaliar a saúde financeira de empresas e governos, mesmo a despeito da vontade destes, no interesse de “proteção dos credores” — nesses casos, normalmente com um

¹² Seis agências são reconhecidas pela Securities and Exchange Commission (SEC) dos Estados Unidos: Standard & Poor's, Moody's, Fitch Investors Services, Duff & Phelps, Thomas Bank Watch e IBCA. Dessas, as primeiras cinco são norte-americanas, e a IBCA é franco-britânica (WARDE, 1998).

rigor inabitual. As empresas de países em desenvolvimento possuem maiores dificuldades na obtenção de uma classificação que diminua o custo do financiamento externo do que as empresas multinacionais — muitas delas prestadoras líquidas de recursos no mercado financeiro; as menores empresas também mostram-se desfavorecidas com relação às maiores. Os governos podem ter suas políticas econômicas “reprovadas” de um dia para o outro, criando um ambiente propício às profecias auto-realizadoras, do tipo “bola da vez”, que caracterizaram as recentes crises financeiras internacionais. Trata-se de mais um mecanismo, avaliado exclusivamente pelo mercado, que contribui para reforçar a disciplina do mercado financeiro sobre empresas e governos.

As conseqüências da mundialização financeira sobre as empresas são sentidas tanto em nível micro quanto em macroeconômico. Em nível microeconômico, os mercados impõem regras e condutas administrativas sob pena de restrição ao crédito; em nível macroeconômico, o verdadeiro culto à ausência da inflação impõe políticas deflacionistas que acabam por enfraquecer a demanda. Os efeitos da economia sob dominância financeira sobre a política de investimentos das firmas, em especial das multinacionais, serão analisados a seguir.

2 - Multinacionais produtivas ou financeiras? Lógica financeira, *corporate governance* e validação da economia sob dominância financeira

A “dominação” da esfera financeira não tem por atores exclusivos as empresas tradicionalmente ativas como prestadoras de serviços financeiros. Mesmo que seu papel seja particularmente importante, tendo em vista sua capacidade de criação e de difusão de novos produtos no mercado financeiro internacional, o lugar ocupado pelas empresas tradicionalmente ligadas aos setores produtores de bens e de serviços para a sua validação não pode ser negligenciado, devendo ser visto mesmo como fundamental para a trajetória vitoriosa que apresenta a mundialização financeira até o momento.

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.¹³ 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, 1997, p.220).

A forma de organização adotada pelas empresas multinacionais integra a centralização das atividades financeiras à constituição de redes de atividades produtivas internacionais cada vez mais segmentadas. A parcelização e a descentralização (mesmo geográfica) de suas atividades produtivas combinam-se com a existência de um centro de decisão financeira, ao qual as unidades produtivas descentralizadas estão subordinadas. É evidente que tal situação conduz a uma assimetria interna de poder, na qual a lógica financeira do centro tende a ser “internalizada” pelas unidades produtivas em suas decisões. A constituição das empresas multinacionais como *holdings* organizadas a partir de um centro financeiro faz crescer a “(...) **propensão a assimilar os diferentes elementos constitutivos do grupo simplesmente a ativos financeiros**” (CHESNAIS, 1997b, p.102). Essa estrutura organizacional facilita a propagação dos pressupostos da lógica de decisão, característica da finança para as outras atividades do grupo, uma vez que o julgamento de suas performances se dará a partir da simples comparação dos rendimentos, sem incorporar elementos inerentes à natureza distinta das atividades.

A presença cada vez mais freqüente dos investidores institucionais — principalmente os fundos de pensão — entre os principais acionistas dos grandes grupos industriais se apresenta relacionada ao seu modo de organização e à implementação de uma lógica estritamente financeira de valoração de suas atividades.¹⁴ 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.

¹³ Braga (1997, p.220) evidencia a dimensão “multifuncional” da estrutura das corporações multinacionais, a qual se deve ao fato de as dimensões industrial, comercial e financeira se apresentarem simultaneamente. Chesnais (1997b, p.296) chama, não sem ironia, os grupos multinacionais de “grupos financeiros a dominante industrial”, na busca de chamar atenção para seus múltiplos interesses.

¹⁴ 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, 1996, 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).

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.¹⁵ O critério de avaliação do comportamento das empresas pelos representantes dos investidores institucionais é exclusivamente financeiro e passa, sobretudo, pelo valor alcançado pelas ações, inscrevendo-se em uma perspectiva patrimonial de curto prazo (CHESNAIS, 1997b, p.255).

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 exclusivamente por critérios financeiros. A “**preferência absoluta pela liquidez**”, a comparação constante entre os mais diversos rendimentos de ativos e a crescente sensibilidade frente às 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 e 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 capital internacional.

Os investimentos industriais, avaliados a partir de uma lógica financeira, passam, assim, a privilegiar a segurança e o lucro a curto prazo. As alternativas de investimento que se mostram incapazes de assegurar um patamar mínimo de rentabilidade, em um período de tempo considerado aceitável pelos financiadores, são normalmente descartadas, mesmo com a possibilidade de comprometimento da capacidade futura de crescimento da empresa, ou seja, constata-se a existência de uma relação inversa entre o período de maturação de um investimento e a probabilidade que esse tem de ser efetivamente financiado

¹⁵ 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, 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).

(BELLUZO, 1997, p.189). Ao mesmo tempo, as altas taxas de juros reais e o fraco crescimento da demanda não induzem os grupos industriais aos investimentos em criação e/ou ampliação de capacidade produtiva.

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.¹⁶ Conforme O'Sullivan (1998), os acionistas que não possuem envolvimento maior com o processo produtivo da empresa (*outsiders*) e que 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.¹⁷

A discussão sobre a *corporate governance* e seu papel para os investimentos dos grupos multinacionais é vista, freqüentemente, sob ângulos que ressaltam a diversidade das experiências conforme a estrutura de propriedade empresarial que prevalece nos diversos países, como pode ser visto na Tabela 1. Evitando aprofundar essa questão ainda bastante controversa, cabe apontar para os trabalhos de Ruigrok e Van Tulder (1995) e Doremus *et al.* (1998), os quais mostram as diferenças ainda existentes entre os sistemas de inovação e de propriedade das empresas para os principais países da tríade, o que impediria a utilização da experiência norte-americana de *corporate governance*, baseada na *shareholder company*, como modelo universal. A própria idéia de uma “empresa global” é assim posta em questão pelas especificidades das estruturas nacionais.

¹⁶ Aglietta (1995, p. 18, p.19) mostra que os novos produtos financeiros favoreceram o investimento apenas das maiores empresas, enquanto 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.

¹⁷ “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.** (grifo do autor)” (O’SULLIVAN, 1998, p.189).

Tabela 1

Estrutura de propriedade das corporações cotadas em Bolsa no início da década de 90, nos EUA, no Japão e na Alemanha

PROPRIEDADES	ESTADOS UNIDOS	JAPÃO	ALEMANHA
Bancos	0,3	25,2	8,9
Seguradoras	5,2	17,3	10,6
Fundos de pensão	24,8	3,6	
Empresas não financeiras		25,1	39,2
Companhias de investimento	9,5	3,6	
Famílias (direta ou através de <i>mutual funds</i>) .	53,5	23,1	16,8
Governo		0,6	6,8
Estrangeira	6,7	4,2	17,7

FONTE: DOREMUS, Paul N. *et al.* (1998). **The myth of the global corporation**. New Jersey : Princeton University. p.52.

Existem, no entanto, evidências de que o modelo anglo-saxão é cada vez mais difundido graças à atividade internacional dos investidores institucionais norte-americanos e ingleses e de que, mesmo com estruturas de propriedade ainda diferentes, as empresas dos demais países tendem, cada vez mais, a aproximar-se do padrão de gestão, no qual o poder maior é do acionista, sem ligação mais profunda com a atividade produtiva da empresa. Desse modo, as especificidades ainda remanescentes dos capitalismo de tipo social-democrata (alemão) ou do “techno-nacionalismo toyotista” (japonês)¹⁸ seriam frutos mais das diferenças históricas, culturais e institucionais que ainda persistem entre esses países, enquanto a forma de gerência das empresas se aproxima daquela adotada pelas empresas norte-americanas e inglesas.

Nessa direção, cabe lembrar que o conceito de **criação de valor** se impôs na França, ao mesmo tempo em que a especificidade francesa das participações cruzadas entre grupos se encontra em recuo e a compra das próprias ações é considerada um meio de atrair novos investidores, o que representa uma aproximação considerável com os sistemas anglo-saxões (PATRON..., 1998, p.15). Na Alemanha, as fusões e aquisições de bancos representam uma mudança maior para a estrutura de propriedade do setor industrial, e as maiores empresas (Veba, Hoeschst, Daimler-Benz e, mais recentemente, Siemens)

¹⁸ A expressão “techno-nacionalismo” é utilizada em Doremus para definir a ideologia do capitalismo japonês (DOREMUS *et al.*, 1998, p.17).

passaram a cortejar a presença dos investidores institucionais entre seus acionários, adotando as normas norte-americanas de publicação das contas e buscando fusões (já concretizadas nos casos da Hoeschst e da Daimler-Benz) a partir da introdução de suas ações na Bolsa de Nova Iorque. No Japão e na Coreia, a crise econômica leva à modificação em práticas quase míticas de gerência, como o caráter permanente do emprego, bem como na estrutura de propriedade das empresas, embora exista uma preferência por parceiros geográfica e culturalmente mais próximos. No entanto o programa do FMI impõe condições que apontam um desmantelamento progressivo dos *chaebols* coreanos (CHANG, PARK, YOO, 1998).

A disponibilidade de liquidez elevada e a fraqueza da demanda incitam 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 (US\$ 13.000 bilhões) do que os bancos (US\$ 8.500 bilhões), do que as companhias de seguros (US\$ 6.700 bilhões) e do que os fundos de pensão (US\$ 6.500 bilhões), conforme Miranda (1997, p.243). Esse poderio faz das corporações multinacionais atores mais pujantes no mercado financeiro internacional do que os segmentos eminentemente financeiros considerados individualmente, demonstrando a importância das atividades financeiras para esses grupos e tornando compreensível a adoção da mesma lógica decisória para o conjunto de suas atividades.

A criação de um mercado interno também possibilita a adoção de preços de transferência entre as empresas pertencentes ao mesmo grupo, que facilitam a prática de contabilizar os maiores custos nos países onde a carga fiscal é mais elevada, com a utilização, em seu favor, das diferenças existentes entre os sistemas tributários nacionais.¹⁹ O financiamento das operações das filiais tende a se dar a partir de empréstimos, o que favorece uma menor imposição, uma vez que os juros são deduzidos do total a pagar, ao contrário dos dividendos. Essas práticas, bastante antigas, mas com potencial ampliado pelas possibilidades dos novos produtos financeiros, favorecem as empresas multinacionais na concorrência com as empresas domésticas e desfavorecem a arrecadação de impostos nos países hospedeiros, ao mesmo tempo em que permitem uma

¹⁹ A expressão "preço de transferência" diz respeito ao preço de bens e serviços negociados no interior de um grupo. Além de servirem para contornar as regulamentações tributárias nacionais, sua utilização pode favorecer a redução de taxas de importação, além de impedir a aferição precisa do lucro de cada filial (sobre essa prática e seus usos pelo grupos multinacionais, ver Cheneaux de Leiritz (1996, p.110-113).

maior sobra de caixa para investimentos financeiros. As principais transações geradoras de fluxos financeiros no interior de uma multinacional podem ser visualizadas na Figura 2.

A presença dos grupos multinacionais é principalmente destacada no que se refere às operações no mercado cambial. A grande volatilidade que envolve as taxas de câmbio certamente incitou a uma maior participação dos grupos nesse mercado, inicialmente em busca de segurança frente a mudanças bruscas na paridade entre as moedas. Mas, após conhecerem as oportunidades de ganhos envolvidas nessas operações, estes assumiram um comportamento cada vez mais especulativo. A atuação em diversos mercados nacionais lhes dá a necessária competência no manejo dos mais diversos instrumentos de proteção frente ao risco, como mostra o Quadro 2. Sua presença nos mercados de produtos derivados envolvendo moedas era responsável por cerca de 50% das operações *stock* em 1993, conforme dados do Banco de Compensações Internacionais (BIS), sendo essas empresas participantes habituais dos movimentos especulativos desestabilizadores das paridades cambiais vigentes (SERFATI, 1996, p.155).²⁰

Assim, o aparentemente paradoxal crescimento dos lucros e da capacidade de auto-financiamento dos grupos multinacionais em um contexto de fraco crescimento da economia mundial, em mais uma demonstração da defasagem existente entre os setores financeiro e real da economia mundial, só pode ser compreendido a partir de sua participação ativa no atual movimento de “financeirização” da economia. 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. Ao contrário, a estratégia dos grupos multinacionais e a posição central da lógica financeira em suas decisões podem ser vistas como fundamentais para a validação mesmo de um “regime de acumulação à dominância financeira”. As conseqüências dessa relação entre grupos multinacionais e finanças para os determinantes do investimento direto externo serão analisadas a seguir.

²⁰ Na recente crise brasileira, que resultou na desvalorização do real em janeiro de 1999, o acompanhamento diário da posição cambial pelo jornal **Estado de São Paulo** mostrou que as empresas multinacionais retiravam recursos do País ao longo do mês (centralização financeira nas matrizes frente ao crescimento do risco de câmbio) e, no final do mês, repatriavam os valores necessários para fazer frente aos seus compromissos com pessoal, invertendo os fluxos cambiais de negativos para positivos, numa demonstração prática da centralização da atividade financeira que as caracteriza.

Figura 2

Fluxos de fundos no interior da rede financeira interna de uma multinacional

Filial credora ou Matriz	Pagamentos ligados à produção	Filial devedora ou Matriz
	Mercadorias e componentes (transações intragrupo a pagar e a receber)	
	Utilização de equipamentos (aluguéis e pagamentos de empréstimos)	
	Tecnologia (<i>royalties</i> e taxas de licença)	
	Serviços (taxas de gestão)	
	Pagamentos financeiros	
	Empréstimos da matriz (juros)	
	Fundos próprios da matriz (dividendos)	
	Aporte ou retirada de fundos próprios da matriz (fundos próprios)	
	Uso de empréstimos da matriz (empréstimo ou reembolso de capital)	

FONTE: CHENEAX DE LEYRITZ, Marc (1996). **Gestion financière des entreprises multinationales**. Paris : Universitaires de France. (Coll. Que sais-je?, n.3057). p.109.

Quadro 2

Principais instrumentos externos de cobertura do risco cambial

INSTRUMENTOS	DESCRIÇÃO E USO	VANTAGENS	INCONVENIENTES
Cobertura a termo	Acordo de compra ou de venda de uma divisa em uma data futura a uma taxa determinada. Contratos negociados e modelados diretamente entre as partes. É o instrumento mais utilizado pelas empresas.	O contrato pode ter o prazo e a quantidade fixados de modo a cobrir quase exatamente a posição.	Utiliza linhas de crédito bancárias, mesmo se dois contratos se compensam exatamente.
Futuros	Contrato negociado sobre o mercado, prevendo a entrega de uma divisa a uma taxa e prazo determinados no dia da assinatura. Contratos <i>standard</i> . Como existe um mercado contínuo e a datas fixas, os contratantes podem encontrar contrapartidas no próprio mercado, o que torna as entregas de divisas raras nesse tipo de contrato.	Despesa menor com relação ao montante do contrato. Não é necessária linha de crédito, garantia dada pelo próprio mercado. O participante recebe a diferença entre o preço de venda e o preço de compra.	Mecanismos muito complexos. O depósito de garantia é fonte de incerteza. Contratos <i>standard</i> impedem a cobertura completa da posição. Reservado às grandes transações.
Opções	Direito contratual, sem representar uma obrigação, de compra ou venda de um montante determinado de uma divisa a uma taxa fixada antes de uma data futura ou à taxa vigente quando do vencimento do contrato. Disponível "sob medida" em bancos ou <i>standard</i> no mercado.	Permite a cobertura de riscos e a tomada de posições, limitando o risco à baixa e conservando o potencial de ganhos à alta. Possibilidade de uma gestão dinâmica e adaptada às antecipações da empresa.	Sendo um seguro combinado a um investimento, pode ser considerada "muito cara" pelas empresas.
Swaps	Operação segundo a qual, na origem, duas partes trocam dois montantes nominados em duas divisas diferentes e reembolsam a prazo, segundo modalidades predeterminadas que levam em conta o pagamento de juros e, eventualmente, a amortização do principal. Permite à empresa endividar-se escolhendo a divisa de sua preferência. Ao combinar câmbio e juros, representa uma série de contratos a termo.	Instrumento flexível que permite a cobertura de riscos complexos. Custos inferiores aos do mercado a termo.	Necessidade de fluxo importante de divisas. Reservado às maiores empresas.

FONTE: Elaborado a partir de CHENEAX DE LEYRITZ, Marc (1996). *Gestion financière des multinationales*. Paris : Universitaires de France. (Coll. Que sais-je? n.3057). p.80-83.

3 - Os determinantes do IDE no contexto de uma economia sob dominância financeira

Os fluxos do 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 dos fluxos de IDE os percebem, entretanto, como fenômeno ligado quase exclusivamente às estratégias produtivas das empresas (aí compreendidas seu modo de organizar a produção) e às imperfeições do mercado (entendidas como geradoras de custos de transação). A participação da finança nos investimentos internacionais é vista como relacionada quase unicamente aos investimentos de *portfolio*, apresentando pequena influência sobre os investimentos diretos, ainda que seja amplamente reconhecida a dificuldade existente para uma separação estrita dos dois fenômenos. Essa visão encontra-se em contradição com o papel da finança na decisão das multinacionais e com o peso destas nos mercados financeiros.

Essa seção se inicia com a distinção entre investimento direto estrangeiro e investimento de *portfolio*, a qual se acredita estar na origem da pouca atenção emprestada aos fenômenos financeiros nos estudos sobre IDE. Segue-se a isso uma pequena análise da teoria do investimento internacional, elaborada por Dunning, a qual, em sua versão mais recente (DUNNING, 1997), destaca os processos de cooperação entre empresas, formais ou informais, como um motivo para a elevação recente do IDE, a partir do conceito de *alliance capitalism*. Por último, partindo da evolução do IDE na década de 90, são apontadas algumas relações entre os determinantes do IDE e a economia sob dominância financeira.

3.1 - IDE e investimento de *portfolio*: uma distinção cada vez menos nítida

A discussão conceitual que envolve os fluxos externos de capital é de grande importância para a compreensão das raízes financeiras do investimento direto estrangeiro. O principal traço distintivo entre o investimento direto e o investimento de *portfolio* encontra-se no grau de controle que o investidor estrangeiro exerce sobre a empresa na qual investe. De uma maneira geral, esses fluxos são considerados como diretos, quando existe um interesse durável acompanhado da intenção de influenciar na administração de uma empresa localizada em país distinto daquele do investidor estrangeiro (conforme definição do FMI), ou de *portfolio*, quando o investimento realizado envolve apenas aporte de capital, sem participação efetiva na condução da empresa.

Os investimentos diretos constituem fluxos financeiros que envolvem uma variação no capital da empresa. Os aportes (ou retiradas) de capital podem se dar sob a forma de transações envolvendo ações ou empréstimos intrafirma e de reinvestimento e/ou repatriação de lucros. Os investimentos de *portfolio* dão-se a partir da aquisição de ações ou títulos ou, ainda, pela constituição de *joint-ventures* que caracterizem um aporte de capital sem participação gerencial ou interesse durável em empresas sem cotação em Bolsa (Wld. Investment Rep., 1997, p.25, p.108).

Trata-se, portanto, de uma distinção qualitativa, cujos contornos são necessariamente pouco precisos. De modo a facilitar e unificar a mensuração do IDE, convencionou-se que o interesse permanente e a participação ativa do investidor estrangeiro no controle de uma empresa fica demonstrado a partir da detenção de, no mínimo, 10% da propriedade de seu capital. Desse modo, uma participação no capital de uma empresa inferior ao piso de 10% não será contabilizada como investimento direto, e sim como investimento de *portfolio*, mesmo que esse investidor exerça algum tipo de controle sobre a administração da empresa. Passa-se, assim, de uma definição qualitativa para um conceito que define de forma quantitativa o IDE, não sem reflexos sobre a dificuldade em sua aferição.

O IDE é visto como um engajamento de longo prazo, geralmente realizado por uma empresa, refletindo uma decisão estratégica, cujo grau de reversibilidade seria bastante inferior em relação ao investimento de *portfolio*, o qual se pauta por um horizonte temporal normalmente bastante mais curto (Wld. Investment Rep., 1997). Para o país receptor, o IDE representa uma modificação durável em sua estrutura de oferta de bens e de serviços, alterando as condições internas de concorrência, com implicações sobre a absorção de tecnologia e sobre a estrutura da balança comercial (tanto quantitativa quanto qualitativamente). Possui, portanto, implicações sobre o tecido produtivo que justificariam uma atenção especial das autoridades e uma política adequada de absorção. Sobre o balanço de pagamentos, seu efeito é complexo, dependendo da natureza do investimento (visando, prioritariamente, ao mercado interno ou ao externo) e da sua propensão a importar bens intermediários, bem como do ritmo da remessa e/ou reinvestimento dos lucros. Os investimentos de *portfolio* estão relacionados ao tamanho e à forma que toma o mercado financeiro local, sendo a facilidade de repatriação do capital uma das condições principais para a confiança dos investidores internacionais.

A natureza dos investimentos diretos pode ser de tipo *greenfield* — criação de uma nova atividade no país hospedeiro —, ou investimentos realizados a partir de fusões ou de aquisições com empresas já constituídas nos mercados nacionais. Evidentemente, no segundo caso, o aporte de capital inicial tende a

ser menor, e a experiência recente mostra que, muitas vezes, o investimento de tipo fusão e aquisição tem como efeito até mesmo a redução do nível de emprego no país hospedeiro.²¹ Também os reinvestimentos de lucros de empresas estrangeiras anteriormente implantadas são considerados como IDE, embora a dificuldade existente para a sua mensuração.

A aferição do volume de IDE dá-se através de informações publicadas nas contas nacionais pelos Bancos Centrais, cujos dados são reunidos por instituições internacionais, como a ONU (através da UNCTAD), a OCDE e o FMI.²² Deve-se observar que a sua decomposição em investimentos *greenfield*, reinvestimentos e fusões e aquisições é mais difícil de ser corretamente aferida, pois os dados sobre fusões e aquisições são compilados por empresas privadas como a KPMG (Holanda) e a Acquisitions Monthly (Londres), produtora da base de dados AMDATA,²³ sendo tornados públicos com acentuado grau de elevação. Já os dados sobre os fluxos de investimentos internacionais de *portfolio* são reunidos, principalmente, pelo FMI e pelo Banco Mundial (abrangendo apenas os fluxos para os países emergentes), com base em dados dos balanços de pagamento.²⁴

²¹ Aqui, como no caso das *joint-ventures*, existe um terreno fértil para a confusão de mensuração entre IDE e investimento de *portfolio*, ficando difícil de estabelecer (no caso das fusões, classificadas como investimento direto) alguma ingerência na administração apenas a partir da detenção de 10% do capital da companhia. Nesse sentido, vale a consideração de que "(...) os ativos industriais estão adquirindo uma liquidez que não dispunham no passado" (Carta Sobeet, 1997), ou seja, aproximando-se de um padrão normalmente representativo dos ativos financeiros.

²² Existem, entretanto, diferenças significativas na forma de apresentação dos dados do IDE entre os países, além das ambiguidades entre investimento direto e investimento de *portfolio*. Para alguns países, o IDE caracteriza-se apenas a partir da detenção de 20% dos ativos de uma empresa, ao mesmo tempo em que a difusão da *corporate governance* e a estruturação em *holding* das empresas multinacionais tornam cada vez mais comum os casos em que uma participação inferior a 10% do capital é suficiente para garantir a "influência efetiva" na administração da empresa (CHESNAIS, 1997b). Muchielli (1998) salienta que as participações de capital interempresas representam um problema adicional para a medição exata do IDE, bem como a presença de multinacionais formadas a partir do aporte de capital de empresas de vários países dificulta a determinação do país de origem do investimento. As dificuldades para uma aferição, mesmo que aproximada, dos reinvestimentos de lucros são outra fonte de erro que subestima o montante do IDE. Os investimentos estrangeiros financiados diretamente no mercado de capitais do país hospedeiro, apesar de cada vez mais comuns, não são contabilizados como IDE, por não envolverem entrada ou saída de divisas.

²³ A KPMG repertoria apenas as fusões e as aquisições de caráter internacional. Existe, ainda, uma base de dados criada pela direção de concorrência da União Européia em 1971 (base DOME), que não foi mais atualizada a partir de 1992.

²⁴ Ver a esse respeito, UNCTAD (Wld. Investment Rep., 1997, p.109).

A forma como se diferencia o IDE do investimento internacional de *portfolio* ajuda a compreender a pequena importância emprestada pela longa literatura recente sobre o IDE às questões relacionadas à finança internacional, na medida em que o interesse produtivo, ou financeiro, é a fronteira mesma que separa um tipo de investimento do outro. A influência, cada vez maior, dos investidores institucionais na administração das empresas multinacionais, bem como a presença de ambos como atores de primeira importância no processo de mundialização financeira, impõe, entretanto, uma abordagem teórica que integre essas duas dimensões. Não se trata de negar a fronteira entre IDE e investimento de *portfolio*, mas, sim, de reconhecer que a evolução contemporânea da economia mundial mostra que os determinantes produtivos do investimento encontram-se, *grasso modo*, sob o crivo de parâmetros estritamente financeiros, o que amplia a zona limítrofe entre investimento direto e de *portfolio* e aumenta a opacidade dessa diferenciação.

3.2 - Os fatores determinantes do IDE e a teoria “ecológica” de Dunning: uma reavaliação necessária frente à mundialização financeira

No momento em que a finança se encontra no centro das alianças entre firmas que caracterizam o investimento internacional contemporâneo, as teorias do investimento internacional refletem a dificuldade existente para a incorporação da dimensão financeira nos determinantes do IDE.

As preocupações com a internacionalização das firmas levaram ao surgimento de diversas teorias, as quais buscavam explicar a localização de atividades produtivas fora dos países de origem, a partir das estruturas de concorrência imperfeita e dos oligopólios, da existência de custos de transação ou da diferença entre os custos de produção combinados à existência de barreiras ao livre comércio internacional (MUCCHIELLI, 1994, cap.4).²⁵ Nessas teorias, a

²⁵ Dentre estas, destacam-se as teorias de Mundell (1957), baseada na idéia de vantagens comparativas e que vê o IDE como uma reação das empresas às barreiras ao comércio internacional, a formulada por Vernon (1966), baseada na idéia de ciclo do produto e que mostra o IDE como uma extensão do comércio internacional e em relação direta com as vantagens tecnológicas detidas pela firma e a teoria dos custos de transação aplicada ao investimento internacional, na qual os custos de um controle da firma sobre as operações ligadas ao comércio externo se somam aos motivos tradicionais à internalização de mercado (abastecimento, tecnologia e proteção da marca), incitando as firmas a uma preferência pelo IDE.

dimensão financeira do IDE não é contemplada, o que se traduz em prejuízo maior em um momento onde as empresas são dirigidas sob a ótica da finança, e as fusões e as aquisições são decididas — por aqueles que já detêm sua propriedade, é importante ressaltar — projetando, prioritariamente, a cotação das ações da nova empresa e sua perspectiva de valorização em um futuro próximo.

A teoria elaborada por Dunning parte da fusão das contribuições anteriores, daí o seu autodenominado “ecletismo”, construindo uma abordagem complexa da questão do IDE. Às teorias anteriores irá corresponder um grupo de fatores determinantes do IDE: vantagens específicas da firma (**O**, de *ownership advantages*), vantagens ligadas à localização (**L**) do país de origem ou do país hospedeiro do investimento (vantagens comparativas) e vantagens ligadas à internalização (**I**) dos mercados. Quando uma firma tiver vantagens nos três grupos de fatores, o IDE será a forma preferencial para a internacionalização. Sem vantagens ligadas à localização, a exportação será a forma mais adequada de integração ao mercado externo e, no caso de a firma possuir somente vantagens específicas, a forma de internacionalização mais adequada será a venda de uma licença de fabricação ao Exterior.

Cada grupo de fatores vai comportar inúmeras variáveis. No entanto a composição e a significância das variáveis OLI serão ponderadas a partir de quatro variáveis ditas de contexto: os tipos de investimento externo direto, o conjunto de fatores pertencente ao país de origem, a tecnologia e as outras especificidades da indústria em questão e as características específicas da firma. Busca-se, assim, incorporar os fatores intrínsecos a cada firma, a cada indústria e aos países e regiões à explicação da multinacionalização.

Dunning, em sua classificação dos tipos de IDE, salienta a existência de quatro motivações básicas para as empresas investirem no Exterior:

- a) *resource seeking*, no qual a firma busca, principalmente, o acesso privilegiado às vantagens de um país em termos de produtos naturais (geralmente matérias-primas), ou de recursos humanos (trabalho com baixa remuneração, especialmente em plataformas de produção voltadas à exportação). Envolve, na maior parte das vezes, IDE de tipo *greenfield*. Relaciona-se à estratégia de abastecimento das empresas;
- b) *market seeking*, onde a firma busca, fundamentalmente, obter, ou ampliar, sua participação no mercado interno do país hospedeiro, tanto a partir de investimentos novos, como de fusões e de aquisições. Atualmente, esse mercado atinge, com cada vez mais frequência, dimensões regionais, a partir da constituição de blocos econômicos. Relaciona-se à estratégia de mercado das firmas;

- c) *efficiency seeking*, na qual a firma busca racionalizar a produção para explorar economias de especialização e de escopo ligadas à multinacionalização, com base na combinação de competências localizadas em diversos países diferentes. Inclui o IDE, que é motivado pela busca da eficiência no interior da cadeia de valor (investimentos que buscam a especialização dos processos de produção, partindo de uma integração vertical), ou através da cadeia de valor (especialização em produtos distintos por planta industrial, integração horizontal), podendo se dar tanto a partir de investimentos novos quanto de fusões e aquisições. Encontra-se no centro da estratégia de produção das firmas;
- d) *strategic asset seeking*, na qual a firma, partindo do IDE, busca, em outras firmas, os recursos e as capacidades que possam contribuir para aumentar as vantagens específicas de que dispõe. Estes compreendem diversas competências: a capacidade de inovação, a capacidade de organização, ou as facilidades de acesso ao mercado estrangeiro, a partir de redes de distribuição e de participação no mercado (DUNNING, 1997, p.228). Encontra-se ligada à estratégia de alianças da firma, estando associada, principalmente, aos investimentos realizados sob a forma de fusões e de aquisições. É o investimento típico de uma situação de acirrada rivalidade oligopolística, estando em jogo a possibilidade de ampliar a posição competitiva da firma **em relação aos seus maiores concorrentes**, com as aquisições tendo por alvo firmas que possuem uma elevada capacitação tecnológica e/ou parcelas do mercado internacional.

Os dois primeiros tipos de IDE são característicos de firmas que se encontram no estágio inicial do processo de internacionalização. Os dois últimos correspondem a firmas que possuem experiências anteriores de investimento estrangeiro (*sequential investment*) e que desejam aprofundar seu processo de internacionalização, partindo da integração de múltiplas competências (*efficiency seeking*), ou buscando fatores estratégicos importantes para sua competitividade internacional (*strategic asset seeking*).

A distinção dos tipos de IDE por motivações também apresenta fronteiras cada vez menos nítidas. O processo de regionalização em curso e a estratégia de abastecimento global posta em prática pela maiores empresas multinacionais leva a uma combinação das motivações de ampliação de mercado e de racionalização da produção na escolha da localização das empresas. Estas desejam estar no centro de um grande mercado regional, ao mesmo tempo em que desejam possuir facilidades para desenvolver a mais eficiente combinação

produtiva ao menor custo, o que tem sido possibilitado pela criação das grandes zonas de livre comércio, que caracterizam a formação dos blocos regionais. Por sua vez, as vantagens de internacionalização, ligadas à internalização de mercados, confundem-se cada vez mais com os investimentos que buscam “ativos estratégicos” a partir de fusões e aquisições.

Outras variáveis estruturais adicionam-se aos tipos de IDE, de modo a permitir estabelecer as especificidades de cada caso de multinacionalização. A empresa vai confrontar as vantagens estruturais do país hospedeiro com aquelas de seu país de origem (recursos naturais, qualidade e custo da mão-de-obra, infra-estrutura, etc.), para melhor se posicionar individualmente frente à conveniência de uma realocação de parte ou de totalidade de suas atividades. As características tecnológicas e organizacionais da indústria e a estratégia da firma, que leva em consideração sua cultura e história, também são fatores que influenciarão sua análise das vantagens específicas da firma, das vantagens de localização e as vantagens ligadas à internacionalização (vantagens OLI).

O Quadro 3 mostra as principais variáveis relacionadas às vantagens OLI. As **vantagens específicas da firma (O)** dividem-se em dois grupos principais: as vantagens próprias *strictu sensu* e as vantagens ligadas à organização em grupo, característica das empresas multinacionais. As vantagens específicas estrito senso relacionam-se à propriedade de ativos intangíveis, enquanto as vantagens ligadas à organização em grupo são constituídas, principalmente, pelas vantagens na organização conjunta de ativos próprios à firma e de ativos complementares. As vantagens ligadas à organização podem, também, relacionar-se à multinacionalização anterior da firma. As variáveis ligadas à localização (L) são influenciadas tanto pelas características do país de origem quanto pelas características do país hospedeiro, as quais irão interferir, de maneira importante, para as escolhas de localização da firma. Já os fatores ligados à internalização (I) traduzem as vantagens das firmas para contornar ou explorar as “falhas do mercado”, refletidas pela presença de custos de transação.

A valorização do capital multinacional na esfera real encontra-se no centro do paradigma “ecléctico” de Dunning sobre as motivações dos determinantes dos investimentos diretos externos. Essa abordagem leva, inevitavelmente, à supervalorização dos fatores ligados à inovação tecnológica como os determinantes da capacidade competitiva das firmas. No entanto a lista dos fatores determinantes do IDE contém numerosas referências ao aumento do poder de mercado das firmas multinacionais, engendrado, muitas vezes, pela sua própria multinacionalização anterior. Assim, a emergência do chamado *alliance capitalism*, caracterizado pela extensão de acordos cooperativos interfirmas no modelo do *keiretsu*, apenas conforta a visão daqueles que vêem no oligopólio a estrutura de mercado característica da atual fase da economia

mundial, não mais oligopólios nacionais, mas, sim, mundiais. A redução dos riscos e a possibilidade de menor engajamento financeiro para os investimentos emerge como uma das motivações principais dos acordos cooperativos, em um resultado que não é contraditório às características de uma economia dominada pela finança, embora essa relação não tenha sido contemplada no trabalho de Dunning.

Quadro 3

Teoria eclética: principais variáveis ligadas a O, L e I

DETERMINANTES DO IED	PRINCIPAIS VARIÁVEIS
Vantagens específicas (O)	
Vantagens próprias à firma	Inovações de produto; sistemas de organização e de <i>marketing</i> ; capacidade inovadora; propriedade de uma marca; conhecimento não codificável.
Vantagens ligadas à organização	
Organização em grupo	Economias de escala e de envergadura; diversidade de produtos; economias de aprendizado, de escopo e de especialização; acesso favorecido aos insumos; acesso favorecido ao mercado; economias de sinergia.
Multinacionalização anterior	Conhecimento do mercado mundial; conhecimento das diferentes formas de gestão; capacidade de exploração das diferenças entre países e regiões (<i>global sourcing</i> , diferenças de política econômica); conhecimento da gestão de riscos inerentes à atividade internacional.
Localização (L)	Disponibilidade, qualidade e preço dos recursos; disponibilidade e custo da infra-estrutura; política comercial; políticas sociais; política industrial e tecnológica; políticas de investimento; diferenças culturais.
Internalização (I)	Proteção da tecnologia; redução dos custos de transação; adoção de políticas discriminatórias de preço; apropriação de economias de atividades independentes.

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

CHESNAIS, François (1997b). **La mondialisation du capital**. nouv. éd. actual. Paris : Syros.

3.3 - A evolução do IDE como contrapartida da economia sob dominância financeira

A evolução recente do IDE apresenta como principais características o rápido crescimento de seu volume, a sua concentração em algumas regiões e em grupos de países e no interior mesmo desses grupos de países e as mudanças ocorridas em sua forma, a partir da importância crescente dos processos de fusão e aquisição e das privatizações.

Os fluxos de IDE têm crescido de forma acelerada nas últimas décadas (média anual de 23,6% e de 20,1% nos períodos 1986-90 e 1991-95 respectivamente, considerando-se as entradas de IDE), atingindo um total US\$ 400,4 bilhões em 1997, com um crescimento de 18,6% em relação a 1996. Já as saídas de IDE alcançaram US\$ 424 bilhões, aumentando 27,1% em relação a 1996. Como pode ser visto na Tabela 2, os países desenvolvidos participaram com 58,2% das entradas e 84,8% das saídas de IDE, sendo que os investimentos realizados por empresas dos Estados Unidos (principal país, com investimentos de US\$ 74,8 bilhões), Reino Unido, França, Alemanha e Japão responderam por mais da metade desse total. Os Estados Unidos também lideram o *ranking* dos investimentos recebidos (US\$ 76,5 bilhões), seguidos pela China (US\$ 40,8 bilhões).

A repartição do IDE é desigual entre os países industrializados e os países em desenvolvimento. Considerando-se os investimentos realizados em suas fronteiras (entradas de investimentos), os dados do **World Investment Report** (1998) para o ano de 1997 mostram que os países desenvolvidos possuíam um estoque de IDE de US\$ 2.349,44 bilhões (68% do total), com os restantes US\$ 1.043,66 bilhões (32% do total) estando destinados aos países em desenvolvimento.²⁶ Regionalmente, o estoque total de IDE recebido encontra-se, principalmente, concentrado nos países da Europa Ocidental (39,1%) e nos Estados Unidos (20,9%). A concentração é ainda mais intensa quando se considera o estoque de investimentos realizados em outros países (saídas de investimentos), com os países da Europa Ocidental respondendo por 50,4%, e os Estados Unidos, por 25,6%.

²⁶ Em uma perspectiva histórica, pode-se observar o declínio da participação dos países em desenvolvimento no estoque total de IDE. Antes da Segunda Guerra Mundial, os países em desenvolvimento detinham dois terços do total e um terço nos anos 60 (ADDA, 1997, p.83). Na década de 80, o aumento dos fluxos de IDE não favoreceu relativamente os países em desenvolvimento, situação parcialmente revertida nos anos 90, com a parte dos países em desenvolvimento retornando, em 1997, ao nível dos anos 60.

Tabela 2

Fluxos de investimentos diretos estrangeiros — 1983-97

a) valor (US\$ bilhões)

ANOS	PAÍSES DESENVOLVIDOS		PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO		EUROPA CENTRAL E DO LESTE		MUNDO (1)	
	E	S	E	S	E	S	E	S
1983-87	58,7	72,6	18,3	4,2	0,02	0,01	77,1	76,8
1988-92	39,1	193,3	36,8	15,2	1,36	0,04	177,3	208,5
1993	129,3	192,4	73,1	33,0	5,59	0,20	207,9	225,5
1994	132,8	190,9	87,0	38,6	5,89	0,55	225,7	230,0
1995	203,2	270,5	99,7	47,0	12,08	0,30	314,9	317,8
1996	208,2	294,7	128,7	51,5	12,30	0,60	349,2	346,8
1997	233,1	359,2	148,9	61,1	18,42	3,29	400,4	423,6

b) participação percentual

ANOS	PAÍSES DESENVOLVIDOS		PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO		EUROPA CENTRAL E DO LESTE		MUNDO (1)	
	E	S	E	S	E	S	E	S
1983-87	76	95	24	5	0,02	0,01	100	100
1988-92	78	93	21	7	0,77	0,02	100	100
1993	62	85	35	15	2,70	0,09	100	100
1994	59	83	39	17	2,60	0,24	100	100
1995	65	85	32	15	3,80	0,09	100	100
1996	60	85	37	15	3,52	0,17	100	100
1997	58	85	37	14	4,60	0,78	100	100

FONTE: WORLD INVESTMENT REPORT: investment, trade and international policy arrangements (1996). New York : Nações Unidas/ UNCTAD. p.4.

WORLD INVESTMENT REPORT: transnational corporations, market structure and competition policy (1997). New York : Nações Unidas/ UNCTAD. p.303-312.

WORLD INVESTMENT REPORT: trends and determinants (1998). New York : Nações Unidas/ UNCTAD. Anexos B.1 e B.2.

NOTA: E: entradas de IDE; S: saídas de IDE.

(1) Os valores correspondentes à soma de todas as regiões são diferentes do total mundial devido à omissão de casas decimais.

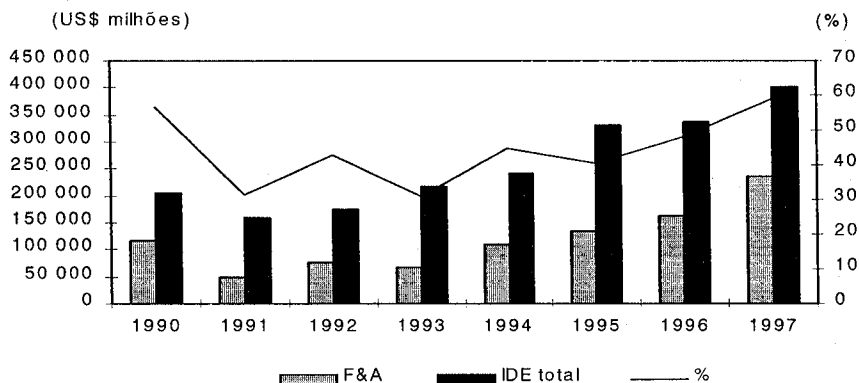
É importante ressaltar que a distribuição do IDE se dá de forma extremamente concentrada no interior mesmo dos países em desenvolvimento. Em 1997, apenas quatro países (China, Brasil, Cingapura e México), que ficaram entre os 10 principais países receptores de IDE, participaram com cerca de 45% do IDE, que teve como destino os países em desenvolvimento.

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

A avaliação da atividade das empresas a partir de critérios quase exclusivamente financeiros e o excesso de capacidade produtiva que caracteriza grande parte dos mercados industriais fizeram com que grande parte dos investimentos tomasse a forma de fusões e aquisições durante a década de 90. Geralmente, visando à maior participação em um determinado mercado — quando possui algum objetivo ligado à atividade da empresa adquirida —, essa forma de investimento leva 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”, sempre delimitando as áreas “geradoras de valor” e cessando as atividades que não se adaptam aos critérios de rentabilidade exigidos, ainda que lucrativas.²⁷ É evidente o efeito agravante desse comportamento sobre emprego e renda para uma demanda que já se apresenta retraída (CHESNAIS, 1997b, p.295).

Gráfico 1

Participação das fusões e aquisições no total do IDE — 1990-97



FONTE: WORLD INVESTMENT REPORT: trends and determinants (1998). New York : Nações Unidas/ UNCTAD.

²⁷ Esse comportamento está ligado ao avanço da cultura de uma “tomada do poder” pelos acionários e à *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* (PATRONS..., 1998, p.15), as empresas francesas fixam como norma-fetice uma rentabilidade mínima de 15% para suas atividades, o que está ligado à presença crescente entre seus acionários de investidores institucionais anglo-saxões. Esse comportamento implica, evidentemente, o encerramento de atividades não suficientemente rentáveis, ainda que lucrativas.

Explicado comumente como uma reação das empresas frente a 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.²⁸ 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.

A maior “reversibilidade”, característica dos processos de fusão e aquisição, coloca-os 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 confrontam-se com 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 e/ou remuneração dos acionistas.

Desse modo, a dinâmica dos movimentos de fusões e aquisições encontra-se ligada aos mecanismos de um capitalismo que privilegia a transferência de ativos à criação de novas capacidades produtivas. A influência de uma economia sob dominância financeira está presente ainda em outros aspectos do aumento do volume de fusões e 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. Como

²⁸ 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.” (ENTREPRISES..., 1998, p.III).

foi visto anteriormente, o principal objetivo de uma empresa regida pelos princípios da *shareholder company* reside na alta do valor acionário e na possibilidade de realização de lucros financeiros rápidos que essa alta proporciona.²⁹ As privatizações são um outro caso em que a “dominação” financeira está presente 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, pressiona 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.³⁰

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 de 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.³¹

Os fluxos de IDE oriundos do processo de privatização são assim confundidos com investimentos de caráter unicamente financeiro, capazes de acelerar a entrada de recursos externos, de modo a fazer frente a eventuais

²⁹ É de menor importância que muitas alianças sejam posteriormente desfeitas no momento em que os objetivos das empresas se mostram 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* (HISTOIRES..., 1999, 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.

³⁰ “(...) *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).

³¹ 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 1991-97, no sentido de propiciar melhores condições para os investidores internacionais, representam 94% do total (Wld. Investment Rep., 1998, p.57).

dificuldades do balanço de pagamentos. Muitos países em desenvolvimento trocam uma duvidosa capacidade de criação de empregos e um fluxo inicialmente positivo na conta de capital por uma pressão permanente na conta de remessa de lucros futura, o que mostra que, mesmo em termos estritamente financeiros, caberia uma análise mais detalhada dos projetos de investimento. Nota-se, assim, que a internalização da lógica financeira, com a predominância do curto prazo, também atinge os responsáveis pelas políticas governamentais.

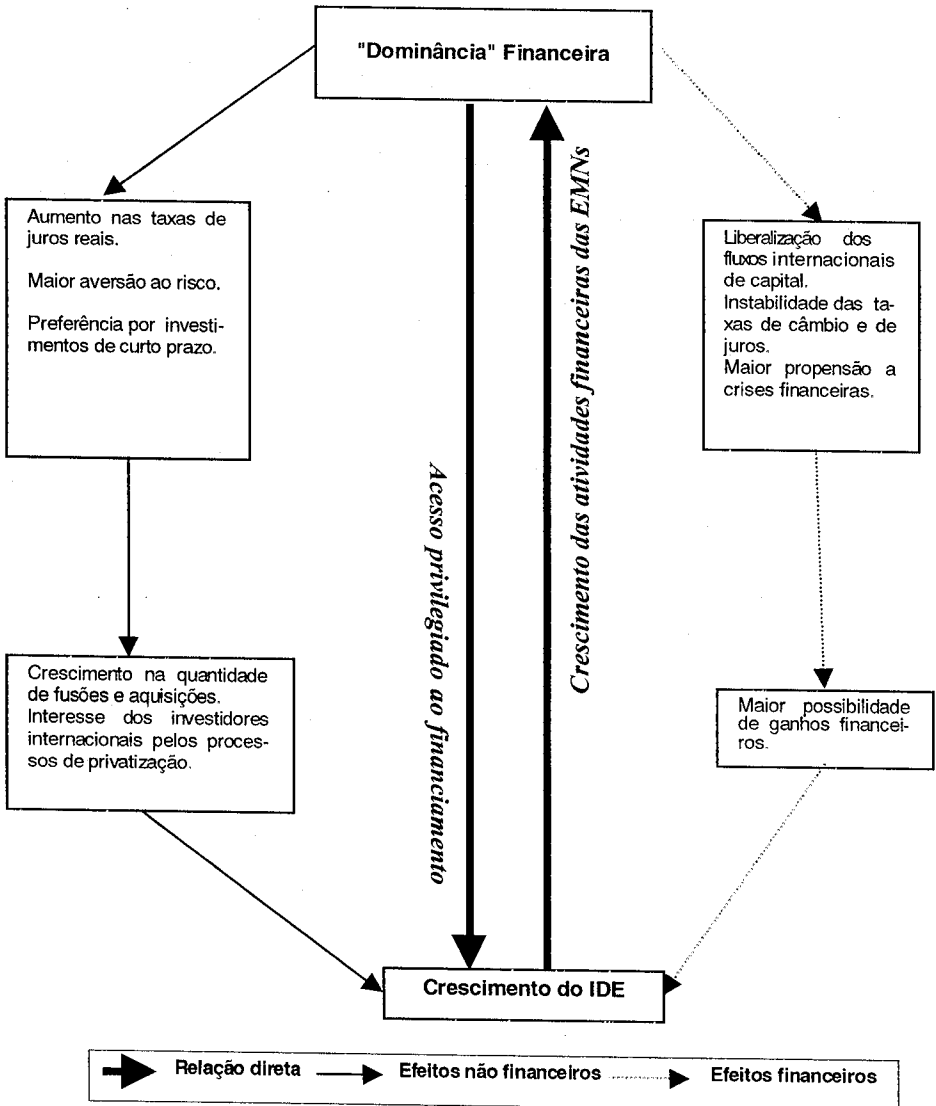
A reunião dos elementos analisados até o momento permite sistematizar a relação entre uma economia sob dominância financeira e o aumento do fluxo do IDE, como pode ser observado na Figura 3. Os efeitos competitivos que favorecem as empresas multinacionais ocorrem de forma direta pela maior facilidade de acesso ao crédito que essas empresas dispõem, 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 mundialização 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 à maior frequência das crises cambiais, bem como à 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 faz com que ela se dê com objetivo crescente de obtenção de lucro e não de segurança.

Por outro lado, os efeitos não financeiros da mundialização financeira 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 à participação intensa em busca de uma elevação de seu *market share* mundial nos processos de privatização.

Figura 3

Relações entre a mundialização financeira e o aumento do IDE



FONTE: Elaborado pelo autor.

Tomando como referência as vantagens **O, L e I** de Dunning, resumidas no segmento anterior, também é possível se identificarem alguns efeitos da economia sob dominância financeira para os determinantes do IDE. No que diz respeito às vantagens específicas (**O**), pode ser apontado um crescimento na importância das vantagens ligadas à multinacionalização anterior, uma vez que o ambiente financeiro instável aumenta as vantagens das empresas que possuem a habilidade e os instrumentos necessários para a exploração rápida dos diferenciais de taxas e de políticas entre os países. As empresas que já têm instalada a logística necessária para a realização dessas operações complexas têm aí uma clara fonte de vantagem competitiva.

Quanto às variáveis ligadas à localização (**L**), valoriza-se a infra-estrutura financeira do país hospedeiro e sua relação com os mercados financeiros internacionais. Não é por acaso que as ondas de IDE são normalmente precedidas pelo aumento nos investimentos de *portfolio*, que elevam os países receptores à condição de “mercados emergentes”. Essa relação tem sido interpretada erroneamente apenas em termos de “aumento na confiança” no país receptor do investimento, uma vez que o investimento direto é visto como um engajamento de difícil reversibilidade. A existência de um mercado financeiro desenvolvido (e, portanto, atrativo aos investimentos internacionais de *portfolio*) **é, no atual contexto, uma infra-estrutura básica para a entrada de IDE em volumes importantes, em um país**, dado o potencial de lucratividade e o papel que pode desempenhar na estratégia financeira mundial da empresa.

Já para os fatores ligados à internalização de mercados (**I**), o efeito da financeirização da economia para o aumento das fusões e aquisições e dos investimentos ligados às privatizações mostra que a mundialização financeira pode representar um impulso para a apropriação dos ativos de outras empresas, bem como para o aumento do IDE, principalmente no setor serviços.

4 - Notas sobre a evolução recente do IDE no Brasil: as marcas distintivas da mundialização financeira³²

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 e consolidação 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 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 à 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, basicamente aqueles pertencentes ao setor serviços (bancos e seguradoras, telecomunicações, energia, transportes, etc.).

³² Essa seção baseia-se, principalmente, em CEPAL (INVERSIÓN...,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, o de 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 supracitados.

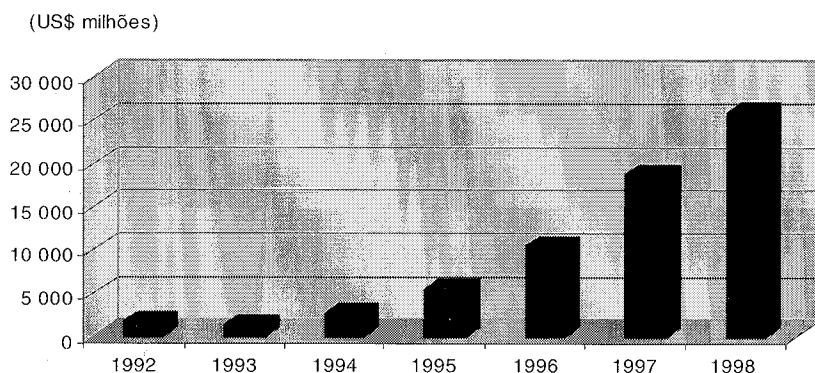
Essas medidas, diretamente relacionadas à ampliação das oportunidades de atuação para as empresas multinacionais, foram complementadas por uma acelerada desregulamentação do setor financeiro, a qual significou uma maior facilidade de acesso ao crédito para as empresas multinacionais. A possibilidade 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 esta que foi amplificada pelas elevadas taxas de juros reais prevaletentes 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 a curto prazo tornaram-se visíveis não só no setor financeiro,³³ 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 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 1998.³⁴ A intensidade do ingresso de investimentos pode ser avaliada pela entrada no País, apenas no período 1995-98, 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 (INVERSIÓN..., 1998, p.149).

³³ O ingresso dos investimentos estrangeiros de *portfolio* apresenta elevado crescimento a partir de 1993 (LAPLANE, SARTI, 1998, p.5).

³⁴ Apenas no período de janeiro a setembro de 1998, o ingresso de IDE no Brasil atingiu US\$19,5 bilhões, segundo informações do Banco Central do Brasil (INVERSIÓN..., 1998, p.154).

Gráfico 2**Ingresso de IDE no Brasil — 1992-98**

FONTE: INVERSIÓN extranjera en América Latina y el Caribe: informe 1998, La (1998). Santiago do Chile : CEPAL. p.154.

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.³⁵ 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 às aquisições. A essa nova forma de ingresso do IDE corresponde à crescente participação de empresas estrangeiras no setor serviços, em detrimento do setor industrial.

O setor 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 (INVERSIÓN..., 1998,

³⁵ O recente **Censo de Capitais Estrangeiros**, realizado pelo Banco Central, mostra que o setor industrial representava 55% do estoque de total de IDE até 1995.

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 concentraram-se nos setores de eletricidade, telecomunicações, finanças e comércio entre 1996 e 1997 (INVERSIÓN..., 1998, p.177). As privatizações foram o principal instrumento utilizado pelas empresas estrangeiras para penetrarem no mercado nacional, no setor 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 1997,³⁶ conforme dados do Banco Central do Brasil. Embora participando muitas vezes como acionistas minoritários, essa participação foi raras vezes inferior a 20% do capital total, o que cria uma expectativa de controle das empresas estrangeiras sobre as companhias privatizadas.

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.³⁷ No setor elétrico, também se registrou 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 a 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 no período 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 1997.³⁸ Nesse ano, o valor total dessas operações superou os US\$ 12 bilhões,

³⁶ 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, pertencentes a grupos estrangeiros, não representando entrada de divisas, mas gerando, potencialmente, obrigações quanto à remessa de lucros.

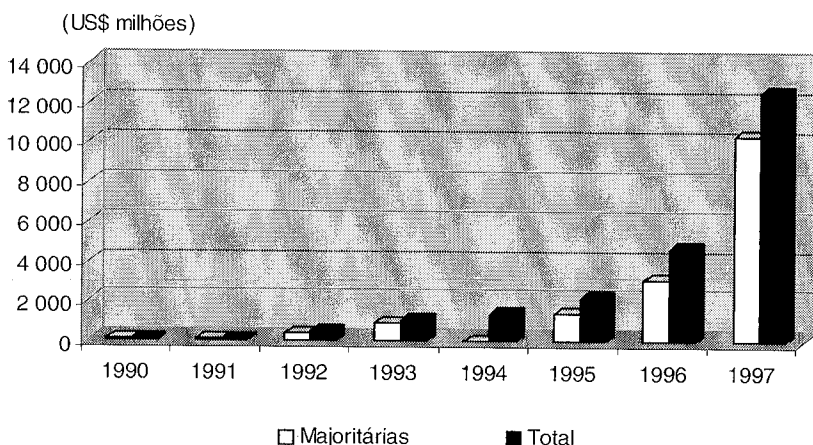
³⁷ Os investidores estrangeiros contribuíram com US\$ 15,9 bilhões na privatização do sistema Telebrás e da telefonia celular, enquanto o estoque de IDE, no setor serviços, até 1995, se encontrava em cerca de US\$ 18,5 bilhões.

³⁸ Utilizando como fonte, para as fusões e aquisições no Brasil, os dados da UNCTAD (Wld. Investment Rep., 1998), 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.

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.

Gráfico 3

Fusões e aquisições internacionais no Brasil — 1990-97



FONTE: WORLD INVESTMENT REPORT: trends and determinants (1998). New York : Nações Unidas/ UNCTAD.

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

Os dados da KPMG, citados no estudo elaborado pela CEPAL (INVERSIÓN..., 1998, p.172, p.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, dentre 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.³⁹

O mesmo ocorre com os investimentos estrangeiros em novas plantas industriais. Com participação relativa bastante reduzida frente a 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 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 total⁴⁰, 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.⁴¹ Nesse sentido, Laplane e Sarti (1998, p.32) apontam

³⁹ Ao analisar o caso das fusões e aquisições internacionais consideradas como “espontâneas” (que seriam regidas por motivações produtivas) nas indústrias de autopeças e de alimentação e 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 novas plantas industriais, estando as futuras decisões quanto a novos investimentos condicionadas à aprovação das matrizes.

⁴⁰ 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, SARTI, 1998, p.2-3).

⁴¹ 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 contraditório à hipótese do imbricamento das motivações *market seeking* e *efficiency seeking* no âmbito regional.

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 indica 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 do 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. As entradas de investimentos estrangeiros (diretos e de *portfolio*) permitiram financiar os elevados déficits em transações correntes com relativa tranqüilidade até a crise na Rússia, que acelerou o movimento de saída de capitais externos aplicados em investimentos de *portfolio*. Por sua vez, a forte elevação na remessa de lucros ao Exterior, já ocorrida em 1997, com um aumento de 69,4% frente ao total remetido em 1996,⁴² 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. Esse resultado é adequado à natureza dos investimentos estrangeiros realizados no País, que priorizam a transferência à criação de novos ativos.

Observam-se, assim, no ciclo de investimentos diretos externos destinados ao Brasil no período 1995-98 vários dos elementos distintivos que caracterizam o IDE no contexto da mundialização financeira, quais sejam:

- o aumento do investimento dá-se em um ambiente de fraco crescimento da economia e dos investimentos como um todo;
- existe uma precedência do ingresso de investimentos de *portfolio* 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 mostra-se menos atrativo aos investidores estrangeiros que o setor serviços;

⁴² O total dos lucros remetidos em 1997, de US\$ 6,5 bilhões, representou cerca de 45% do total enviado pelo Brasil ao Exterior, na conta de juros, no mesmo ano e 16,4% do déficit da conta 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 uma não-discriminação entre investimento de *portfolio* 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 processos de fusões e aquisições e de privatizações sobre os investimentos de tipo *greenfield*.

5 - Considerações finais

Este 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, só 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 se 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 dá-se 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, se essa diferenciação ainda faz sentido

na atual etapa da economia mundial. 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 “emergentes”. Esses são investimentos de maior grau de reversibilidade e que permitem a redução do risco, ao mesmo tempo em que possibilitam um eventual ganho puramente financeiro, em caso de venda em condições favoráveis das empresas adquiridas.

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 a desregulamentação dos fluxos comerciais e financeiros e o aprofundamento das privatizações permitiram uma forte retomada do interesse dos investidores internacionais pelo País. Essa retomada traduziu-se em um ingresso de IDE em níveis *records*, no período 1995-98, os quais tomaram, principalmente, a forma de transferência de ativos, seja através de fusões e 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

- ADDA, Jacques (1997). **La mondialisation de l'économie**. Paris : La Découverte. t.1. (Coll. Repères n.198).
- AGLIETTA, Michel (1995). **Macroéconomie financière**. Paris : La Découverte. (Coll. Repères n.166).
- BELLUZO, Luís Gonzaga (1997). Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, Maria da Conceição, FIORI, José Luís, orgs. **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis, RJ : Vozes.
- BRAGA, José Carlos de Souza (1997). Financeirização global: o padrão de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, Maria da Conceição,

FIORI, José Luís, orgs. **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis, RJ : Vozes.

CARTA DA SOBEET (1997). São Paulo, n.1.

CHANG, Ha-Joon, PARK, Hong-Jae, YOO, Chul Gyue (1998). Interpreting the Korean crisis: financial liberalisation, industrial policy and corporate governance. **Cambridge Journal of Economics**, Oxford : Oxford University, n.22, p.735-746, nov.

CHENEAUX de LEYRITZ, Marc (1996). **Gestion financière des entreprises multinationales**. Paris : Presses Universitaires de France. (Coll. Que sais-je?, n.3057).

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

CHESNAIS, François (1997b). **La mondialisation du capital**. nouv., éd., actual. Paris : Syros. (Coll. Alternatives économiques).

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

DOREMUS, Paul N. et al. (1998). **The myth of the global corporation**. New Jersey : Princeton University.

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

ENTREPRISES veulent être leaders sur tous les marchés du monde global, Les (1998). **Le Monde**: Economie, enjeux et stratégies, Paris, 8 dez., p.III.

GOODHART, Charles et al. (1998). **Financial regulation**: why, how and where now? London : Routledge.

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

HISTOIRES de fusions finissent mal... en général, Les(1999). **Le Monde**, Paris, 22 jan., p.15.

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

- LAPLANE, Mariano, SARTI, Fernando (1997). **O investimento direto estrangeiro no Brasil nos anos 90**: determinantes e estratégias. Campinas. (mimeo).
- LAPLANE, Mariano, SARTI, Fernando (1998). **Novo ciclo de investimentos e especialização produtiva no Brasil**. Campinas. (mimeo).
- LTCM part à la reconquête des investisseurs (1999). **Le Monde**, Paris, 9, fev.
- McKINSEY (1994). **The global capital market**: supply, demand, pricing and allocation. Washington : McKinsey Financial Institutions Group.
- MIRANDA, José Carlos (1997). Dinâmica financeira e política macroeconômica. In: TAVARES, Maria da Conceição, FIORI, José Luís, orgs. **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis, RJ : Vozes.
- MUCHIELLI, Jean-Louis (1994). **Relations économiques internationales**. Paris : Hachette.
- MUCHIELLI, Jean-Louis (1998). **Multinationales et mondialisation**. Paris: Du Seuil.
- MUNDELL, R. A. (1957). International trade and factor mobility. **American Economic Review**.
- O'BRIEN, R. (1992). **Global financial integration**: the end of geography. Londres : Pinter Publishers.
- O'SULLIVAN, Mary (1998). Sustainable prosperity, corporate governance and innovation in Europe. In: MICHIE, Jonathan, GRIEVE SMITH, John. **Globalization, growth and corporate governance**: creating na innovative economy. New York : Oxford University.
- PALMA, Gabriel (1998). Three and a half cycles of "mania, panic and (asymetric) crash": East Asia and Latin America compared. **Cambridge Journal of Economics**, Oxford : Oxford University, n.22, p. 790-808, nov.
- PATRONS français se sont convertis aux exigences des actionnaires, Les (1998). **Le Monde**, Paris, 23 abr., p.15.
- PLIHON, Dominique (1996). Déséquilibres mondiaux et instabilité financière: la responsabilité des politiques liberales. In: CHESNAIS, François, org. **La mondialisation financière**: genèse, coût et enjeux. Paris : Syros. (Coll. Alternatives économiques).

- 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, 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. **La mondialisation financière**: genèse, coût et enjeux. Paris : Syros. (Coll. Alternatives économiques).
- SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert (1997). A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v.52, n.2, jun.
- TAVARES, Maria da Conceição (1997). A retomada da hegemonia norte-americana. In TAVARES, Maria da Conceição, FIORI, José Luís, orgs. **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis, RJ : Vozes.
- TAVARES, Maria da Conceição e MELIN, Luiz Eduardo (1997). Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, Maria da Conceição, FIORI, José Luís, orgs. **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis, RJ : Vozes.
- TAVARES, Maria da Conceição, FIORI, José Luís, orgs. (1997). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis, RJ : Vozes.
- TRADE AND DEVELOPMENT REPORT (1998). New York: United Nations/UNCTAD.
- VERNON, R. (1966). International investment and international trade in the product cycle. **Quarterly Journal of Economics**, vol.80, n°1.
- WARDE, Ibrahim. (1998) Agências de rating: as novas superpotências. São Paulo: **Estado de São Paulo**, 29/11/1998.
- WORLD ECONOMIC OUTLOOK (1998). Washington : FMI, may.
- WORLD INVESTMENT REPORT: investment, trade and international policy arrangements (1996). New York : United Nations/ UNCTAD.
- WORLD INVESTMENT REPORT: transnational corporations, market structure and competition policy (1997). New York : United Nations/ UNCTAD.
- WORLD INVESTMENT REPORT: trends and determinants (1998). New York: United Nations/ UNCTAD.

Abstract

This article focuses on some frequently neglected aspects of the relationship between financial globalization and the growing level of foreign direct investment (FDI). Actually, financial globalization and institutional investors have an increasing importance in non-financial entrepreneurs decisions, who act under short run horizons in search of quick and high assets returns. Foreign direct investments, as considered like a long run's type of investment, are usually analyzed only on their productive aim. But, in a "financial dominated economy" as says Chesnais, the organization of the capitalism leads to a predominance of assets transfer rather than of wealth creation. At FDI's level, the growing part of international mergers and acquisitions and the important participation of international investors on privatization processes show that buying and selling assets is preferable than creating new ones, and it's also valuable for multinational groups. This article tries to incorporate at Dunning's FDI theory some elements to contemplate this new reality. On a second part, it examines the Brazilian's recent evolution on FDI inflows, which shows a pattern marked for the financial globalization that's very different than that viewed in other moments of Brazilian economic history.