

Franco, Gustavo H. B.

**Working Paper**

## The rentenmark miracle

Texto para discussão, No. 161

**Provided in Cooperation with:**

Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

*Suggested Citation:* Franco, Gustavo H. B. (1987) : The rentenmark miracle, Texto para discussão, No. 161, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Departamento de Economia, Rio de Janeiro

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/186408>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PUC/RJ

MARÇO DE 1987

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 161

INVESTIMENTOS DIRETOS NO BRASIL E A  
CONVERSÃO DE EMPRÉSTIMOS EM CAPITAL DE RISCO

Luiz Aranha Corrêa do Lago

Ao longo do ano de 1986, observou-se uma significativa remessa de lucros e dividendos de empresas estrangeiras para as suas matrizes no exterior e, o que representa um fato particularmente preocupante, uma repatriação de capital estrangeiro em volume sem precedentes. Cabe avaliar a evidência empírica disponível sobre esses movimentos de capital bem como as suas causas, e examinar as possibilidades de reversão dessa tendência recente através de mecanismos alternativos de atração de recursos externos.

### O Estoque de Investimentos Diretos no Brasil

O total dos investimentos diretos registrados no Banco Central inclui tanto investimentos originariamente efetuados por estrangeiros no Brasil como o reinvestimento de parte dos lucros gerados por esses investimentos, que deixa de ser remetida para o exterior.

A contabilização desses investimentos é feita na moeda em que se observa a entrada de capital, o que cria problemas para comparações intertemporais do estoque de investimentos aferido em dólares, em virtude das flutuações das taxas de câmbio entre a moeda norte-americana e as demais moedas. Assim, a diferença entre o estoque de capital em dólares ao final de dois anos sucessivos não coincide com o fluxo de investimentos e reinvestimentos de um ano para o outro<sup>1</sup> e a desagregação do estoque total ao final de um determinado ano, segundo subperíodos em que os investimentos forem realizados, também muda a cada publicação da estatística. Mas mesmo tendo em vista essas li

mitações, e o fato de que as estatísticas de outros países sobre os seus investimentos no Brasil geralmente apresentam totais bastante mais elevados do que os registrados pelo Banco Central (notadamente em virtude da não inclusão pelo Banco Central dos empréstimos de matriz para subsidiária),<sup>2</sup> das informações disponíveis se obtém uma idéia aproximada de ordens de magnitude e da evolução dos investimentos diretos no Brasil nas duas últimas décadas.

Segundo estatísticas do Banco Central em dólares correntes, o estoque de capital estrangeiro investido no Brasil (incluindo, a partir de 1980, os investimentos em bolsa regidos pelo Decreto-Lei Nº 1401 e investimentos incentivados pela Resolução Nº 480) passou de US\$ 1 632 milhões em 1966 para US\$ 2 347 milhões em 1970, US\$ 17 480 milhões em 1980 e US\$ 25 665 milhões em 1985. Nesta última data os reinvestimentos respondiam por 30% do total (ver Quadro 1).

Inflacionando-se os valores mais antigos com base no índice de preços por atacado dos EUA, os mesmos dados a preços de 1985 mostram um total de US\$ 5,1 bilhões em 1966, que passa para US\$ 6,6 bilhões em 1970 e US\$ 20,1 bilhões em 1980. Fica portanto evidente o forte aumento real nos anos 70, quando o crescimento foi de 204%, e é nítida a desaceleração no último quinquênio, período em que o estoque de investimentos e reinvestimentos cresceu apenas 28%. Cabe examinar se tal redução de ritmo está associada com uma queda de novos investimentos, com um aumento relativo das remessas de lucros e dividendos e com uma redução dos reinvestimentos, ou com crescentes repatriações de capital.

#### As Remessas de Lucros e Dividendos

Após alcançar US\$ 1 056,5 milhões em 1985, ultrapassando pela primeira vez o limite de US\$ 1 bilhão, as remessas líquidas de lucros

Quadro 1 - Investimentos Diretos, Reinvestimentos e  
 Estoque de Capital Estrangeiro no Brasil, 1966-1985  
 (US\$ milhões)

Anos	Estoque Total (a preços correntes)	Investimentos (a preços correntes)	Reinvestimentos (a preços correntes)	Estoque Total (a preços de 1985) *
1966	1 632			5 053
1967	1 760			5 432
1968	1 857			5 593
1969	2 179			6 316
1970	2 347			6 556
1971	2 912	1 790	1 122	7 892
1972	3 404	2 081	1 323	8 819
1973	4 579	2 859	1 721	10 502
1974	6 027	3 925	2 102	11 613
1975	7 304	4 903	2 401	12 882
1976	9 005	6 194	2 811	15 185
1977	11 228	7 540	3 689	17 851
1978	13 740	8 898	4 842	20 265
1979	15 963	10 595	5 368	20 921
1980	17 480	11 994	5 486	20 092
1981	19 247	13 532	5 714	20 260
1982	21 176	14 634	6 542	21 831
1983	22 302	15 548	6 754	22 734
1984	22 844	16 340	6 503	22 753
1985	25 665	17 925	7 739	25 665

\* Os totais a preços correntes foram transformados para preços de 1985 com base no índice de preços por atacado dos EUA. Foram utilizados índices de preços médios, mais facilmente disponíveis, e não os relativos a dezembro de cada ano. Porém as distorções resultantes não alteram substancialmente as magnitudes reais envolvidas e a tendência de mais longo prazo.

NB. As pequenas diferenças se devem a arredondamentos.

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, vários números.

e dividendos (deduzidos os recebimentos relativos a investimentos brasileiros no exterior e exclusive reinvestimentos) totalizaram cerca de US\$ 1 237 milhões em 1986, segundo estimativas preliminares do Banco Central. Tais cifras contrastam com as médias de US\$ 777 milhões e de US\$ 492 milhões observadas respectivamente nos períodos 1983-84 e 1978-82. Verificou-se, portanto, um significativo aumento absoluto das remessas nos dois últimos anos.

Porém, em termos do estoque de investimentos e reinvestimentos registrado no país em 31/12/85, a remessa líquida de lucros e dividendos verificada em 1986 não excede 4,8% do total. Em contraste, entre 1970 e 1980 a média das remessas líquidas anuais como percentagem do estoque de investimentos e reinvestimentos no final do ano anterior foi um pouco superior a 5%,<sup>3</sup> passando para 3,1% entre 1981 e 1984 e 4,6% em 1985. Portanto, não é a magnitude relativa das remessas de lucros e dividendos com relação ao estoque de capital que vem sendo atípica. De fato, é em confronto com a evolução dos investimentos diretos líquidos nos últimos anos que tais remessas se tornam preocupantes.

#### Os Investimentos Diretos Líquidos

Os investimentos diretos líquidos são o resultado de investimentos diretos de estrangeiros no Brasil (entradas menos repatriações), deduzidos os investimentos de brasileiros no exterior. Tais investimentos são normalmente examinados excluindo-se os reinvestimentos de lucros auferidos em moeda nacional que são registrados em moeda estrangeira no FIRCE (Departamento de Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros do Banco Central do Brasil), e sobre os quais também passam a poder ser feitas remessas de lucros e dividendos nos anos seguintes.

Desde meados dos anos 60 até 1982, excetuando-se o ano de 1968, as entradas líquidas de investimento direto excederam com folga as saídas líquidas de juros e dividendos, resultando em significativa entrada de capital estrangeiro no país (ver Quadro 2). A média anual dos investimentos diretos líquidos foi de cerca de US\$ 800 milhões entre 1970 e 1980, passando para quase US\$ 1 300 milhões em 1981-82, enquanto a média das remessas anuais de lucros e dividendos nos mesmos períodos foram respectivamente US\$ 311 milhões e US\$ 478 milhões.

Em 1983, ano de recessão, os investimentos diretos líquidos foram da ordem de US\$ 664 milhões enquanto as remessas de lucros e dividendos atingiram o nível até então sem precedentes de US\$ 758 milhões, resultando em saldo negativo de US\$ 94 milhões. Em 1984, a situação se inverteu temporariamente, apesar das remessas de lucros e dividendos terem alcançado US\$ 796 milhões, em virtude de uma entrada líquida de investimentos diretos da ordem de US\$ 1 077 milhões. Em 1985, porém, voltou a ocorrer uma saída líquida de recursos da ordem de US\$ 336 milhões, dado que, como já se viu, as remessas de lucros e dividendos alcançaram cerca de US\$ 1 056 milhões enquanto os investimentos diretos líquidos caíram para US\$ 720 milhões.

Para 1986, a estimativa preliminar é de uma remessa de lucros e dividendos da ordem de US\$ 1 257 milhões, somada a uma saída líquida de investimentos diretos de US\$ 115 milhões. Parece ter ocorrido, portanto, uma saída líquida de recursos de cerca de US\$ 1 352 milhões, em um momento em que a economia brasileira requer um importante esforço de investimento por parte do setor privado, como já se enfatizou em trabalhos anteriores."

Quadro 2 - Brasil - Investimentos Diretos Líquidos,  
Reservas Líquidas de Juros e Dividendos, 1947-1986  
(US\$ Bilhões Correntes)

Ano	Investimentos Diretos Líquidos <sup>1</sup> (A)	Recessas de lucros e Dividendos <sup>2</sup> (B)	Saldo (A - B) (C)
1947	36	23	13
1948	25	38	-13
1949	5	41	-36
1950	3	47	-44
1951	-4	70	-74
1952	9	14	-5
1953	22	93	-71
1954	11	49	-38
1955	43	43	0
1956	89	24	65
1957	143	26	117
1958	110	31	79
1959	124	25	99
1960	99	40	59
1961	108	31	77
1962	69	18	51
1963	30	n.d.	-
1964	28	n.d.	-
1965	70	18	52
1966	74	42	32
1967	76	73	3
1968	61	84	-23
1969	177	81	96
1970	132	119	13
1971	168	116	50
1972	318	161	157
1973	940	198	742
1974	887	248	639
1975	892	235	657
1976	959	380	579
1977	810	455	355
1978	1 071	561	510
1979	1 491	636	855
1980	1 121	310	811
1981	1 584	370	1 214
1982	991	585	406
1983	664	758	-94
1984	1 077	796	280
1985	720	1 056	-336
1986 p	-115,0	1 257	-1 352,0

<sup>1</sup> Investimentos Diretos de Estrangeiros no Brasil (entradas sob a forma de moeda e de bens, inclusive com versões, menos repatriações) menos Investimentos de Brasileiros no Estrangeiro. Os totais excluem o reinvestimento de lucros auferidos em moeda nacional e registrados em moeda estrangeira no FIRCE.

<sup>2</sup> Lucros e dividendos remetidos para o exterior menos lucros e dividendos recebidos de investimentos brasileiros no exterior.

n.d. Dados não disponíveis.

p Dados preliminares do Banco Central do Brasil.

Fontes: 1947-65 - Dados oficiais, reproduzidos in Rubens de Freitas Novaes, "Foreign Investments in Brazil: An Economic Analysis", Ph.D. Dissertation, University of Chicago, 1974, mimeo., p. 146. 1966-1983 - Paulo Nogueira Batista Jr., "International Financial Flows to Brazil since the late 1960s: An Analysis of Debt Expansion and Current Payments Problems", FGV/IBRE/CEMEL, mimeo., out./84, pp. 16, 24, 53. 1984-1985 - Banco Central do Brasil, DEPEC/DIBAP, dados reproduzidos in Gazeta Mercantil, 5/11/86, p. 8. 1986 - Banco Central do Brasil, Brasil Programa Econômico, vol. 14, Fev./E, pp. 71-75 e 90.

### Investimentos Diretos, Repatriações e Conversões

Para uma compreensão adequada dessas tendências recentes, é importante desagregar o total dos investimentos diretos líquidos segundo os seus componentes. O investimento direto propriamente dito, envolvendo novos recursos ou investimento "novo" era tradicionalmente efetuado sob duas formas, a entrada de moeda estrangeira ou a entrada de bens (principalmente máquinas) para a realização do investimento. (Esta segunda modalidade foi muito importante durante os anos 50, em função da Instrução 113 da SUMOC, mas em anos mais recentes tem tido menor relevância apesar de que esteja voltando a crescer).<sup>5</sup> A partir do final dos anos 70, a conversão em capital de risco de empréstimos contraídos junto a instituições financeiras ou não financeiras no exterior passou a ser permitida e tornou-se uma nova fonte de recursos para investimentos diretos, como se discutirá mais adiante.

Para se chegar ao total dos investimentos diretos estrangeiros líquidos, devem-se subtrair do total dos ingressos (sob forma de moeda ou bens, ou resultantes de conversões de empréstimos em capital de risco) as repatriações anuais de capital. Finalmente, os investimentos diretos líquidos são o resultado da diferença dos investimentos estrangeiros líquidos e dos investimentos brasileiros no exterior (ver Quadro 3).

Cabe observar que, nas contas de balanço de pagamentos os reinvestimentos de lucros gerados por investimentos diretos podem ser ou não incluídos. Se forem incluídos na conta de remessas de lucros no cômputo das transações correntes, deve-se incluir o mesmo total no item de investimentos diretos da conta de capital. Porém, como se trata de lucros gerados em moeda nacional, e cuja conversão em moeda estrangeira é contábil e apenas para fins de registro no FIRCE, normalmente

Quadro 3 - Brasil - Investimentos Diretos Líquidos, 1978-1986  
(Em US\$ milhões)

Discriminação	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986 <sup>p</sup>
1) Investimento Estrangeiro Novo	1 161	1 831	1 595	1 903	1 370	567	490	485	412,0 <sup>2</sup>
Em Moeda	(1 104)	(1 750)	(1 516)	(1 795)	(1 280)	(452)	(362)	(387)	(330,4)
Em Rens	(57)	(81)	(79)	(108)	(90)	(115)	(128)	(98)	(81,6)
2) Conversões	160	207	39	2	143	452	746	581	220,0
3) Total de Entradas de Investimento Direto Estrangeiro (1+2)	1 321	2 039	1 634	1 905	1 513	1 019	1 236	1 067	632,0
4) Repatriações	124	354	147	110	143	158	112	263	636,0
5) Investimento Estrangeiro Direto Líquido (3-4)	1 196	1 685	1 487	1 795	1 370	861	1 123	804	-4,0
6) Investimentos Diretos Brasileiros no Exterior	125 <sup>1</sup>	195 <sup>1</sup>	367	210	379	197	47	84	111,0
7) Investimentos Diretos Líquidos (5-6)	1 071	1 490	1 121	1 584	991	664	1 077	720	-115,0

<sup>p</sup> Dados preliminares obtidos do Banco Central, mas não publicados.

<sup>1</sup> Dados preliminares do IMI. (Ver nota 7 deste trabalho).

<sup>2</sup> Distribuição estimada com base em dados preliminares.

Obs: As pequenas diferenças são devidas a arredondamentos.

Fonte: Banco Central do Brasil/DEPEC/DIBAP. Dados reproduzidos in Gazeta Mercantil, 05/11/85 e Banco Central do Brasil, Brasil Programa Econômico, vol. 14, fev./87, pp. 71-73

as estatísticas de balanço de pagamentos do Brasil excluem os reinvestimentos tanto da conta de serviços como da conta de investimentos diretos.<sup>6</sup>

Feita essa ressalva, a redução dos investimentos diretos líquidos nos anos 1984 e 1985, período em que se passou da recessão para uma clara retomada do crescimento econômico, causa especial preocupação por resultar de uma queda do ingresso de investimento estrangeiro "novo". De fato, entre 1978 e 1982, a entrada de investimentos sob forma de moeda e bens alcançou uma média de US\$ 1 572 milhões, reduzindo-se para US\$ 567 milhões em 1983, US\$ 490,1 milhões em 1984 e US\$ 485 milhões em 1985. A repatriação média anual entre 1978 e 1982 foi da ordem de US\$ 176 milhões, passando para US\$ 157,8 milhões em 1983, US\$ 112,3 milhões em 1984 e US\$ 262,9 milhões em 1985. Portanto se não tivessem ocorrido significativas conversões de empréstimos nos últimos anos, que de uma média de US\$ 110 milhões entre 1978 e 1982, aumentaram para US\$ 452 milhões em 1983, US\$ 745,6 milhões em 1984 e US\$ 581,3 milhões em 1985, os investimentos estrangeiros líquidos (ex-repatriações) e conseqüentemente os investimentos diretos líquidos (deduzidos os investimentos brasileiros no exterior) teriam sido muito pouco significativos (ver Quadro 3).

Cabe, portanto, indagar até que ponto a entrada de investimentos novos não foi inibida pela possibilidade da conversão de empréstimos em capital de risco, e ressaltar que até 1985 as repatriações não responderam por uma parte significativa da queda do investimento direto líquido.

Em contraste, em 1986 as repatriações parecem ter alcançado US\$ 636,0 milhões (cerca de 2,5% do estoque de investimentos diretos em 31/12/85), diante de um ingresso líquido de investimento novo sob a forma de moeda e bens (exclusive conversões) de apenas US\$ 412,0

milhões. Não fosse a conversão de empréstimos em capital de risco recentemente estimada em US\$ 220 milhões, ocorreria um saldo negativo de US\$ 224,0 milhões na conta de investimentos estrangeiros líquidos que seria agravado por uma saída de recursos resultante de investimentos brasileiros no exterior da ordem de US\$ 111,0 milhões.<sup>7</sup> Como se vê, nos últimos anos a conversão de empréstimos em investimentos diretos tem tido especial relevância e merece, portanto, maior exame.

### A Regulamentação Legal das Conversões

Uma primeira medida de estímulo à transformação da dívida externa em capital de risco parece ter sido a criação de incentivos fiscais através do Decreto-Lei Nº 1598 de 26/12/77. Esse instrumento legal autorizou a dedução do lucro real das empresas, dos dividendos de ações pertencentes a pessoas residentes ou domiciliadas no exterior, desde que as ações tivessem sido criadas pela capitalização de financiamento ou empréstimo externo registrado até 31/12/77 pelo Banco Central. Tal incentivo fiscal foi estendido por mais um ano pelo Decreto-Lei Nº 1654 de 29/12/78.

A conversão de empréstimos em capital de risco foi reforçada quando da maxidesvalorização de dez./79. Naquela ocasião, as autoridades econômicas resolveram "congelar" os empréstimos em moeda (contraídos de acordo com a Lei Nº 4131) que tinham sido anteriormente depositados no Banco Central na forma da Resolução Nº 432, para evitar o impacto monetário que poderia ser ocasionado pela sua retirada. Porém, na Resolução Nº 588 foi aberta uma exceção para liberações para pagamentos de juros e principal daqueles empréstimos, para a transformação de empréstimos em capital de risco (ou – por decisão do Banco Central – para casos especiais).<sup>8</sup>

Com a crise da dívida dos países em desenvolvimento em 1982, aumentaram-se no fim do ano os incentivos para a conversão. Pelo Decreto-Lei Nº 1994 de 29/12/82 ficou instituído "um crédito financeiro para as pessoas jurídicas domiciliadas no Brasil" que convertessem "em capital social, até 31/12/83, o principal ou os juros de empréstimos diretos em moeda estrangeira... (ou)... de financiamentos para importação de bens e serviços".<sup>9</sup>

Somente em fins de 1984, quando a situação cambial do Brasil já tinha melhorado significativamente, o Banco Central passou a colocar restrições a certos tipos de conversão, através da carta circular Nº 1125 de 09/11/84, que continuava em vigor no início de 1987. ... Aquelle órgão verificou que vinham ocorrendo cessões de direitos creditícios com deságio, operações em que frequentemente matrizes de empresas estrangeiras estabelecidas no Brasil adquiriam créditos de instituições financeiras credoras do país, com descontos apreciáveis, para posteriormente registrá-los pelo seu valor de face, no FIRCE, como investimentos diretos. Assim, o Banco Central determinou que somente passavam a ser "passíveis de autorização as conversões em investimentos de: a) créditos concedidos originalmente por entidades não financeiras do exterior a empresas no Brasil (créditos 'intercompany') e b) créditos de instituições financeiras internacionais, não precedidos de cessão de direitos creditícios, assumindo tais instituições a titularidade do investimento".<sup>10</sup>

Tendo-se restringido o espaço para conversões, estas, que haviam aumentado de US\$ 143 milhões em 1982 para US\$ 452 milhões em 1983 e US\$ 745,6 milhões em 1984, declinaram para US\$ 581,3 milhões em 1985 e, como já se viu, parecem ter alcançado cerca de US\$ 220 milhões em 1986 (ver Quadro 3).

No entanto, a partir da carta circular Nº 1125, muitos créditos de instituições financeiras internacionais contra o Brasil continua-

raz a ser transacionados no mercado secundário através de operações de swap. De fato, os bancos internacionais frequentemente reavaliam a sua exposure relativamente a países específicos e trocam instrumentos da dívida de um país pelos de outro. Nessas transações, segundo informações relativas aos últimos meses de 1986, os "papéis-Brasil" eram cedidos a cotações equivalentes a entre 70% e 80% do seu valor de face, dependendo da natureza do empréstimo, garantias etc. Porém, caso voltassem a ser permitidos todos os tipos de conversão é provável que o desconto viesse a se reduzir em função de uma maior procura por papéis da dívida brasileira. De fato, parece claro o interesse de muitas instituições financeiras na intermediação de conversões se estas forem plenamente restabelecidas. Constitui um passo nesse sentido a Circular Nº 1068 do Banco Central do Brasil (de 08/09/86), que regulamentou a Resolução Nº 1189 da mesma data, e que abriu a possibilidade de utilização de recursos da chamada fase 3 da negociação da dívida externa "para fins de sua conversão em capital de risco no país". Porém, as restrições da Carta Circular Nº 1125 foram mantidas, e as operações de empréstimo e de conversão pelos bancos credores foram regulamentadas pela Carta Circular Nº 1492 de 24/10/86.

### Conversão Versus Investimentos Diretos

As restrições impostas à transformação de empréstimos em capital de risco no final de 1984 parecem ter-se fundamentado na idéia de que as conversões estavam "substituindo" a entrada de investimentos diretos espontâneos, que não envolvessem cessão de créditos.

Antes da existência de mecanismos de conversão, como por exemplo durante boa parte dos anos 70, ocorreu efetivamente uma entrada apreciável de capital externo no país (ver Quadros 1 e 2). As estatísticas referentes aos anos mais recentes também sugerem alguma "substituição" na medida em que a soma das conversões e do investimento direto novo está bem mais próxima da média das entradas nos

anos anteriores do que a cifra referente apenas ao investimento direto com dinheiro novo (ver Quadro 3). Porém, esse tipo de evidência estatística não comprova qualquer relação causal. Por outro lado, ao longo dos anos 70, paralelamente ao crescimento do total dos investimentos registrados no FIRCE, ocorreu um forte aumento do endividamento externo das empresas estrangeiras instaladas no Brasil. Segundo uma estimativa relativa a 1979, 32% do valor dos empréstimos contraídos segundo a Lei Nº 4131 eram referentes a empréstimos contraídos por empresas com participação estrangeira direta, total este que correspondia a cerca da metade dos investimentos e reinvestimentos registrados no FIRCE naquele ano.<sup>11</sup>

Tal endividamento envolveu tanto empréstimos entre matrizes e filiais (intercompany loans) como dívidas de empresas estrangeiras para com bancos internacionais que, por sua vez, tinham freqüentemente fortes ligações com as matrizes daquelas filiais. Como se destacou em um trabalho de início dos anos 80, tais empréstimos configuravam em muitos casos um tipo de investimento "disfarçado".<sup>12</sup> Esta forma de "investimento" seria motivada, entre outras razões, pelo tratamento fiscal diferenciado dos juros e dos dividendos, tanto no Brasil como no exterior, favorecendo o endividamento, mas também pelo maior risco, em caso de crise de balanço de pagamentos, de suspensão de remessas de lucros e dividendos do que de interrupção dos pagamentos de juros. (Este risco, aliás, está previsto na legislação sobre capital estrangeiro em vigor).<sup>13</sup>

Em tal contexto, era natural, mesmo após nov./84, que continuasse permitida a conversão de intercompany loans em capital de risco, tornando-se explícitos investimentos diretos que já existiam na prática. Por outro lado, era também cabível a autorização de participação direta dos bancos em empresas estrangeiras das quais fossem credores (o que normalmente não é permitido aos bancos americanos em se

tratando de empresas não-financeiras mas é factível no caso de outros países). Dadas as relações entre matrizes e filiais e entre bancos credores no exterior e empresas estrangeiras no Brasil, é duvidoso que a total proibição de conversões em fins de 1984 tivesse motivado investimentos diretos novos e espontâneos em escala equivalente às das conversões que se materializaram posteriormente e que dependeram daquela vinculação.

Na hipótese de conversão livre, inclusive através de compra de créditos com deságio, o incentivo para a conversão e para a "substituição" é muito mais claro, na medida em que o custo em moeda estrangeira dos novos investimentos se reduz apreciavelmente em função do deságio.

#### Os Obstáculos a Novos Investimentos Diretos

Mas, a redução ou até mesmo a interrupção de investimentos diretos estrangeiros na economia brasileira não pode ser examinada apenas a partir das possibilidades de conversão. O investimento estrangeiro, como se sabe, é muitas vezes motivado pela ocupação de espaços de mercado, efetivo ou potencial, notadamente em setores de atividade que se encontram oligopolizados a nível mundial. Assim, como foi confirmado por um estudo de dois professores americanos relativo aos investimentos estrangeiros na década de 1950 no Brasil,<sup>14</sup> e por outros estudos específicos de setores da economia brasileira,<sup>15</sup> diversas empresas estrangeiras se instalaram no Brasil buscando anteceder-se às suas concorrentes, bem como a possíveis medidas restritivas de acesso de produtos importados ao mercado brasileiro. Numa segunda etapa, de acordo com a chamada "Teoria do Ciclo do Produto" e de uma estratégia das empresas multinacionais a nível mundial, diversas sucursais se voltaram para a exportação.<sup>16</sup>

Porém, se o mercado brasileiro ainda exerce uma forte atração pelo seu dinamismo e forte potencial de expansão no longo prazo (o que, em setores oligopolizados somente permitiria um adiamento de novos investimentos, sem risco de perda de parcelas de mercado; durante breve período) e se várias filiais de empresas multinacionais já têm também um mercado de exportação bem estabelecido, existem outros fatores de mais curto prazo que podem estar inibindo a ampliação dos investimentos já existentes e até mesmo motivar repatriações (temporárias ou definitivas) de capital estrangeiro.

É indubitável que o Plano Cruzado, apesar de ter propiciado, de início, condições para a estabilização da economia brasileira, também motivou, em virtude do congelamento geral dos preços por tempo indefinido e uma política cambial pouco agressiva, uma reavaliação de perspectivas por parte das empresas estrangeiras instaladas no país e o adiamento de decisões de investimentos.

É fato conhecido que o congelamento de preços, ao fixar uma dada estrutura de preços relativos, criou inicialmente condições bastante favoráveis para muitas empresas que vinham reajustando os seus preços com freqüência. Mas observaram-se, também, diversos casos de empresas surpreendidas com os seus preços "desalinhados" e que não se tinham plenamente recuperado dos anos de recessão. Mesmo empresas cujo preço determinado pelo plano de estabilização propiciava, de início, uma margem de lucro adequada, passaram a enfrentar ao longo do ano fortes pressões de custos de mão de obra e de matérias-primas e componentes sujeitos a ágios crescentes, ou até mesmo uma oferta inelástica de insumos. Tal situação, ao perdurar, deveria estimular, com a devida defasagem, remessas de lucros ou repatriações por parte de determinadas empresas estrangeiras. Os juros nominais e, a partir de certo momento, também os juros reais mostraram tendência de elevação e a incerteza quanto à sua tendência no futuro vem inibindo investimentos de maior porte inclusive por parte de empresas brasileiras.

Diante de uma taxa de câmbio oficial que permaneceu fixa entre 28/02/86 e 15/10/86, mas que deveria vir a ser realinhada no futuro, (como de fato ocorreu a partir de fins de novembro), também foi forte o incentivo para remessas de dividendos para o exterior (mesmo em caráter temporário) e uma menor taxa de reinvestimento de lucros nas atividades das empresas estrangeiras no Brasil. Paradoxalmente, a própria lucratividade das empresas, ampliada em certos casos pelo Plano Cruzado, possibilitou tais remessas em 1986, que aliás, como se viu, não se desviaram, em termos relativos, do seu padrão histórico.

Nesse contexto, cabe assinalar que os reinvestimentos de lucros em 1986, segundo estimativas do Banco Central, parecem não ter excedido US\$ 450 milhões, contra US\$ 542 milhões em 1985, US\$ 472 milhões em 1984 e US\$ 850 milhões entre 1980 e 1983.<sup>17</sup>

Quanto a investimentos novos de matrizes em suas filiais, não se deve descartar a possibilidade de que o declínio do dólar com relação às principais moedas, decidido na reunião dos cinco maiores países industrializados em 22/09/85, tenha também levado a adiamentos até mesmo antes do Plano Cruzado. Na medida em que investidores em moedas outras que o dólar acreditassem que a moeda brasileira acompanharia a desvalorização da moeda norte-americana ao longo do ano de 1986, seria cabível que eles postergassem, até o estabelecimento de um novo equilíbrio do dólar no mercado internacional, a conversão de sua moeda em moeda brasileira. De fato, qualquer investimento em marco ou iene, por exemplo, internalizado em cruzados no primeiro trimestre do ano, já teria sofrido corrosão muito maior com relação a sua moeda de origem do que a desvalorização do cruzado com relação ao dólar (ver Quadro 4). Se tal descompasso fosse mantido durante certo período, seriam necessários maiores lucros em cruzados para uma dada remessa de dividendos naquelas moedas.

Quadro 4 - Brasil - Taxas Nominais de Câmbio\*  
(Fim de Período - Cz\$/Moeda)

Período	Dólar EUA	Iene	Marco	Franco Francês	Lira	Libra	Florim	DES
1980 - Média	0,0537	0,0002	0,0295	0,0127	0,0001	0,1261	0,0270	n.d.
1983 - Fev.	0,3814	0,0016	0,1575	0,0555	0,0003	0,5793	0,1426	0,4158
1985 - Mar.	4,4500	0,0178	1,4500	0,4744	0,0023	5,5247	1,2887	4,4112
Jun.	5,9800	0,0241	1,9763	0,6504	0,0031	7,8434	1,7572	5,9697
Set.	7,8250	0,0363	2,9213	0,9581	0,0043	10,9221	2,5919	8,2898
Dez.	10,4900	0,0523	4,2675	1,3910	0,0063	15,1413	3,7884	11,4953
1986 - Jan.	12,1550	0,0633	5,1035	1,6656	0,0075	17,1847	4,5201	13,5060
Fev.	13,8400	0,0767	6,2060	2,0175	0,0091	20,4600	5,4923	15,9588
Mar.	13,8400	0,0780	5,9087	1,9230	0,0087	20,4330	5,2430	15,7537
Abr.	13,8400	0,0826	6,3805	2,0039	0,0093	21,4450	5,6603	16,2753
Mai.	13,8400	0,0795	5,9635	1,8715	0,0087	20,4330	5,2990	15,8211
Jun.	13,8400	0,0848	6,3165	1,9797	0,0092	21,3290	5,6098	16,2976
Jul.	13,8400	0,0902	6,6274	2,0400	0,0097	20,6670	5,8849	16,6500
Ago.	13,8400	0,0902	6,8383	2,0860	0,0099	20,7120	6,0611	16,7034
Set.	13,8400	0,0899	6,8548	2,0918	0,0099	20,0250	6,0651	16,7937
Out.	14,0900	0,0864	6,8534	2,1017	0,0099	19,8500	6,0348	16,7193
Nov.	14,1960	0,0879	7,2094	2,2007	0,0104	20,4270	6,3817	17,1364
Dez.	14,8950	0,0933	7,6656	2,3164	0,0110	21,9240	6,7877	18,1747

\* Taxas de venda em fim de período.

Obs.: Todos os valores anteriores a mar./86 foram convertidos na razão de 1000 para 1.

Fonte: Dados da Gazeta Mercantil, reproduzidos in FGV/IBRE/CEMEI, Banco de Dados Nacionais e Internacionais, nov./86, Tabela 27, e jan./87, Tabela 30.

Da mesma forma, a falta de definição de critérios explícitos para futuras desvalorizações da moeda brasileira, e a conseqüente insegurança quanto a movimentos futuros da taxa de câmbio tenderia a representar uma das fontes principais de preocupação das matrizes e das filiais de empresas estrangeiras. De fato, movimentos na taxa de câmbio afetam não apenas as perspectivas de remessas de lucros e dividendos, mas também os resultados das filiais, que estão muitas vezes envolvidas com comércio exterior e endividadas junto ao mercado financeiro internacional. Nesse contexto a criação, pelas Resoluções Nº 1208 e Nº 1209 de 30/10/86, de depósitos em moeda estrangeira no Banco Central por exportadores e importadores e empresas receptoras de capital estrangeiro, remunerados pela LIBOR, veio diminuir parte dessa incerteza, pelo menos no curto prazo.

No campo da regulamentação das atividades econômicas, certamente tiveram um papel de desestímulo a novas entradas de investimento, já a partir de 1985, o debate sobre a questão da informática e os problemas comerciais com os EUA dela decorrentes, bem como a possibilidade de extensão do conceito de reserva de mercado a novas áreas, notadamente a de química fina. Mesmo diante dos desmentidos do novo governo, a possibilidade de restrições a um acesso amplo de empresas estrangeiras a outros mercados no Brasil não foi descartada por todos os observadores.

Deve ser acrescentada a esses fatores a incerteza de natureza política associada com a eleição de uma Assembléia Constituinte (ainda que talvez fossem até mesmo maiores os riscos durante o período de transição para um governo democrático), e até mesmo uma insegurança de mais longo prazo quanto à interrelação futura entre fatores econômicos e políticos em função dos maiores compromissos sociais e nacionalistas do novo governo. Em tal contexto é compreensível que certas empresas estrangeiras tenham se desfeito de alguns de seus inves

timentos e repatriado capital em 1985 e em 1986, tendência que pode ter sido reforçada por uma reavaliação, a nível mundial, dos objetivos de suas matrizes, como certamente vem ocorrendo também em outros países em que operam empresas multinacionais.<sup>18</sup>

Deve-se notar, porém, que ainda que as repatriações tenham alcançado US\$ 636,0 milhões, ou seja cerca de 2,5% do estoque de capital estrangeiro no Brasil, fração não observada nos últimos anos (mas inferior aos 2,6% de repatriações em 1979 como se vê no Quadro 5), aquelas não significam, na maioria dos casos um abandono total do mercado brasileiro pelas empresas estrangeiras envolvidas. Há casos de grupos que se desfizeram recentemente de empresas coligadas mas que estão, paralelamente, aumentando os investimentos na sua atividade principal. Em certos casos, verifica-se uma troca de controle estrangeiro, com venda para outra empresa estrangeira e não para sócios ou novos investidores brasileiros.

Assim, somente se as repatriações continuassem a se ampliar, em termos absolutos e relativos, paralelamente a maiores remessas de lucros e dividendos, ou seja se a saída de capital de risco se revelasse de caráter mais permanente, caberia examinar medidas mais específicas para reverter tal tendência.

De fato, deve-se destacar que a retração dos investimentos novos e a saída de capital que se vêm observando no período recente não parecem associadas com a legislação referente ao capital estrangeiro já existente. A Lei Nº 4131 de 03/09/62 — modificada pela Lei Nº 4390 de 29/08/64 e pelo Decreto Nº 55 762 de 17/02/85 — definiu um conjunto claro de regras que, ainda que consideradas demasiadamente restritivas por alguns observadores, garantiram por duas décadas um contexto estável para o investimento estrangeiro, estabilidade que repre-

sentou uma vantagem indiscutível como é ressaltado inclusive pelos próprios investidores estrangeiros. A manutenção no futuro dos princípios básicos estabelecidos naquela legislação aparece como fator fundamental para um influxo adequado de investimentos estrangeiros no Brasil.<sup>19</sup>

### O Investimento Direto no Mercado de Capitais

Se a legislação em vigor não parece ter impedido, durante duas décadas, investimentos diretos importantes em vários setores da economia brasileira, os mecanismos criados para orientar as aplicações em bolsas de valores por investidores estrangeiros não tiveram resultados significativos. O Decreto-Lei Nº 1401 de 07/05/75 e a Resolução Nº 323 de 08/05/75 regulamentaram as aplicações externas no mercado acionário brasileiro e determinaram que estas fossem necessariamente efetuadas através de Sociedades de Investimento de Capital Estrangeiro (já previstas na Lei Nº 4728 de 14/07/65) constituídas com o propósito específico de obter recursos externos através da venda de suas próprias ações a investidores estrangeiros e de utilizar tais recursos para compra de ações ou debêntures conversíveis nas bolsas de valores.

A mesma legislação continha uma série de restrições quanto ao período de permanência e à taxa de aplicação dessas aplicações pois, talvez paradoxalmente, pretendia-se assim evitar um ingresso excessivo de recursos em prazo breve. Até 1978 chegaram a se formar dezesseis Sociedades de Investimento mas seu número foi diminuindo gradualmente para apenas oito em 1984, apesar do Decreto-Lei Nº 1986 de 28/12/82 e de diversas resoluções divulgadas pelo Banco Central no sentido de ampliar os incentivos para a atração de novos recursos.<sup>20</sup> Assim, foi reduzido de dois anos para três meses o prazo mínimo de permanência dos recur

tos externos e o imposto de 15% que incidia tanto sobre ganhos de capital como sobre dividendos foi mantido apenas no caso dos dividendos. Em um contexto de recessão e inflação elevadas, tais medidas de liberalização surtiram pouco efeito e a transição para o regime democrático foi acompanhada de frequentes mudanças de regras no mercado de capitais que até o momento não criaram um sentimento de estabilidade nem mesmo entre os investidores brasileiros. Explica-se, portanto, a estagnação do volume de recursos ingressados nos Fundos Decreto-Lei Nº 1401 remanescentes, cujo patrimônio chegou a alcançar cerca de US\$ 70 milhões no primeiro semestre de 1986, mas declinou para menos de US\$ 50 milhões poucos meses depois.<sup>21</sup>

Diante do insucesso dos Fundos Decreto-Lei Nº 1401, o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários estudaram conjuntamente, ao longo de 1986, a possibilidade de criação de novos mecanismos de atração de recursos externos para o mercado de capitais brasileiro. Foram aprovados pelo Conselho Monetário Nacional em fins de novembro projetos de regulamentos disciplinando o "Fundo de Investimento - Capital Estrangeiro" e a "Carteira de Títulos e Valores Mobiliários mantida no país por entidade de investimento coletivo estrangeira" (Resolução Nº 1224 de 28/11/86 e Anexos I e II).

O segundo daqueles instrumentos corresponde ao que se vem chamando de "Fundo-Brasil", e baseia-se em parte em experiência prévia de fundos de países em desenvolvimento (Coréia, México) criados no exterior, sob a forma de condomínios fechados, com cotas negociáveis mas não resgatáveis. Tal Fundo visaria captar "dinheiro novo", principalmente nos EUA, sendo registrado na Bolsa de Nova Iorque e submetido ao órgão regulador americano, a Securities and Exchange Commission. Instituições estrangeiras aprovadas pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários seriam responsáveis pela administração da Carteira e pela distribuição no exterior dos valores mobiliá-

rios correspondentes a participações no Fundo, sendo também indicada uma instituição administradora brasileira, para ser custodiante dos títulos e valores mobiliários correspondentes da Carteira.

Os Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro representariam uma simplificação dos Fundos Decreto-Lei Nº 1401 e uma ampliação das áreas de aplicação destes. Do valor global das aplicações, no mínimo 70% deveriam ser representados por ações de companhias (percentual semelhante ao que seria exigido no caso do Fundo-Brasil). Porém, em contraste com os Fundos Decreto-Lei Nº 1401, seria permitido ao Fundo de Investimento - Capital Estrangeiro realizar operações nos mercados futuros de câmbio e de índices de ações.

Até o início de fev./87 não tinham sido concedidas autorizações para o funcionamento desses dois novos mecanismos de atração de investimentos externos, estando em estudo, no âmbito do Banco Central, a transferência para a Comissão de Valores Mobiliários da plena responsabilidade por todos os tipos de aplicações de capital estrangeiro no mercado acionário. Porém, enquanto não houver uma decisão definitiva quanto a essas novas medidas, que poderão representar inovações na área de investimentos externos em bolsa, não cabe examiná-las mais longamente.<sup>22</sup>

### Algumas Conclusões

Os investimentos diretos no Brasil mostraram um significativo aumento nas últimas duas décadas, mas vêm crescendo mais lentamente nos últimos anos.

Destacou-se acima que o menor ingresso líquido de investimentos diretos nos últimos anos vem resultando não apenas de algum aumento

das repatriações mas principalmente de uma redução dos investimentos novos. Estes, (excluídas as conversões de empréstimos em capital de risco) têm alcançado níveis muito reduzidos, enquanto as remessas de lucros e dividendos têm atingido volumes nunca antes observados em termos absolutos. Ainda que o quadro se altere um pouco quando se examinam essas mesmas cifras em termos relativos, ou seja em confronto com o estoque total de investimentos e reinvestimentos, a tendência recente dos investimentos diretos é preocupante.

Na medida em que é altamente improvável que os bancos comerciais concedam empréstimos voluntários ao Brasil nos próximos anos em volume apreciável e que é limitada a possibilidade de novos empréstimos por organismos internacionais, a entrada de investimentos diretos em volume significativo é de grande relevância para um maior equilíbrio das contas externas do país (que passaram a apresentar superávits comerciais fortemente decrescentes a partir de final de 1986). Tal constatação é válida até mesmo tendo-se em mente que novos investimentos estrangeiros poderiam, em princípio, acarretar remessas anuais para o exterior até mesmo superiores aos pagamentos que resultariam de um volume equivalente de empréstimos a juros flutuantes que, no entanto, não se encontram mais disponíveis. (Na realidade, esta não tem sido a experiência brasileira, como se pode inferir do Quadro 5).

Também diante dessa constatação, a questão da conversão de empréstimos em capital de risco reveste-se de particular importância. Na medida em que existe sem dúvida uma clara disposição para cessões de crédito ou para a conversão por parte de diversos credores, e que conversões vêm constituindo uma parcela significativa dos ingressos de investimentos diretos nos últimos anos, é natural que o governo encare medidas de maior liberalização nessa área como um elemento de barganha em um contexto mais amplo, que envolva eventualmente uma reestruturação da dívida externa do país. No processo de negociação,

Quadro 5 - Brasil - Repatriações e Remessas de lucros e Dividendos Como Percentagem do Estoque de Investimentos Diretos do Ano Anterior, 1978-1986

Ano	Repatriações <sup>1</sup>		Remessas de Lucros e Dividendos <sup>2</sup>	
	Estoque de Investimentos Diretos		Estoque de Investimentos Diretos	
	Em US\$ Milhões	Em %	Em US\$ Milhões	Em %
1978	124,1	1,1	561	5,0
1979	353,5	2,6	636	4,6
1980	147,1	0,9	310	1,9
1981	110,3	0,6	370	2,1
1982	145,0	0,7	585	3,0
1983	157,8	0,7	758	3,6
1984	112,3	0,5	796	3,6
1985	262,9	1,2	1 056	4,6
1986 p	636,0	2,5	1 237	4,8

<sup>1</sup> Repatriações no ano t e estoque de investimentos diretos no ano t-1.

<sup>2</sup> Remessas de lucros e dividendos no ano t e estoque de investimentos diretos no ano t-1.

p Dado preliminar do Banco Central do Brasil.

Fontes: Quadros 1 e 2 e Banco Central do Brasil.

e em troca de concessões palpáveis, não seriam talvez de se excluir inclusive conversões para aplicações no mercado acionário.

Os problemas mais frequentemente levantados com relação à conversão incluem a possível pressão sobre a base monetária, o risco de remessas de lucros e dividendos superiores aos juros iniciais dos empréstimos, a rápida repatriação do empréstimo convertido em capital e a desnacionalização da economia. Porém, para todas essas questões pode haver uma regulamentação específica, fixando-se metas mensais e anuais para os montantes a serem convertidos, prazos de carência ou tetos para a remessa de lucros e dividendos, prazos mínimos de permanência no país para o principal do empréstimo convertido em investimento, e algum controle do direcionamento das aplicações, com ou sem exigência de algum dinheiro novo proporcional aos totais convertidos. Poder-se-ia também, no caso de cessões de crédito, para efeitos de registro no FIRCE, considerar um total inferior ao do empréstimo original, de forma que os benefícios do deságio fossem repartidos entre o investidor e o país.

Naturalmente, quanto mais restritiva vier a ser a regulamentação das conversões, menor o seu atrativo para investidores potenciais. Porém, de momento, parece fundamental, se se pretende manter a contribuição de recursos externos para o crescimento do investimento global do país, que as regras estáveis que se observaram no passado possam ser mantidas no futuro em suas grandes linhas. Na medida em que uma maioria de membros da Assembléia Constituinte se mostre comprometida com uma economia de livre mercado é provável que a legislação sobre capital estrangeiro já existente, fundada na Lei Nº 4131, não necessite ser muito alterada em seus princípios básicos, reforçando uma estabilidade que gerou resultados indiscutivelmente favoráveis no passado em termos de entradas líquidas de recursos externos.

Informações disponíveis até 15/03/87.

NOTAS

- 1 - Para uma discussão em profundidade dessa questão, ver Eduardo A. Guimarães, Pedro S. Malan, José Tavares de Araújo Jr., "Changing International Investment Strategies: The New Forms of Foreign Investment in Brazil", IPEA/INPES, Jan./82, mimeo., especialmente pp. 9-11. Cabe observar que o próprio Banco Central do Brasil, em números mais recentes do seu Boletim também se refere a esse problema.
  
- 2 - As discrepâncias, em certos casos, são muito significativas. Quanto aos investimentos americanos no Brasil, enquanto os dados do Banco Central para dez./82 indicam um total de investimentos registrados de US\$ 6 601 milhões, para a mesma data os dados do Departamento de Comércio dos EUA mostram um total de US\$ 9 031 milhões incluindo contas entre matrizes e filiais ("intercompany accounts"). Este último total representava 4,1% dos investimentos diretos americanos no exterior no final de 1982, segundo a mesma fonte. Ver William W. Lohr, Foreign Investment in Brazil, Office of Trade and Investment Analysis, U.S. Department of Commerce, Washington, D.C., Mar./84, pp. 7, 10 e Table A1.

No caso dos investimentos suíços, a subestimativa dos dados do Banco Central não se deve apenas a diferenças de critérios de aferição. Em estudo específico sobre essas aplicações, concluiu-se que a estatística oficial brasileira difere dos registros das próprias companhias, especialmente no tocante a operações mais antigas, mais difíceis de documentar. Assim, no caso das 14 principais empresas suíças instaladas no Brasil (que respondem talvez, por 4/5 do investimento suíço total no país), o saldo não registrado equivaleria a cerca de 15 a 20% do total oficial. Mas também nesse caso, aparecem diferenças devidas a critérios distintos. A título de ilustração, em 31/12/71, além de US\$ 192 milhões registrados no FIRCE, que os autores do referido estudo "corrigem" para entre US\$ 225 e 240 milhões, a Suíça também respondia por empréstimos regidos pela Lei Nº 4131 (empréstimos to-

maços diretamente no exterior por empresas localizadas no Brasil) da ordem de US\$ 122,5 milhões. Os autores lembram que "empréstimos internacionais... na medida em que seu vencimento é bastante distante ou que sua renovação periódica está assegurada podem também servir para financiar as instalações ou equipamentos de uma empresa". Ver Charles Iffland e Alfred Stettler, Les Investissements Industriels Suisses au Brésil, Centre de Recherches Européennes, Lausanne, 1973, pp. 61-63.

- 3 - Sobre os anos 70, veja-se, por exemplo, Paulo Nogueira Batista Jr., "A Conversão de Empréstimos Externos em Investimentos Diretos", in Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1983, especialmente Tabela 3. Para dados mais recentes veja-se o Quadro 5 do presente trabalho.
- 4 - Dados preliminares do Banco Central do Brasil. Quanto à questão da retomada dos investimentos, veja-se Luiz Aranha Corrêa do Lago, "Seis Meses do Plano Cruzado: A Necessidade de Ajustes", Set./86, mimeo., e a "Retomada dos Investimentos", FGV/IBRE/CEMEI, Nov./86, mimeo.
- 5 - Segundo informações do DEPEC/DIBAP/Banco Central do Brasil, reproduzidas in Gazeta Mercantil, 05/11/86, p. 8, foi a seguinte a proporção de bens no total dos investimentos diretos nos últimos anos (em %):

1978	4,9	1982	6,6
1979	4,4	1983	20,2
1980	5,0	1984	26,1
1981	5,7	1985	20,3
		1986 (preliminar)	19,8

- 6 - Os dados de reinvestimentos são normalmente excluídos de quadros do balanço de pagamentos, mas constam de outras demonstrações do Banco Central. O Brasil, contrariamente a vários países, mantém um controle dos reinvestimentos ao exigir o seu registro no FIRCE. Quanto à falta de controle de reinvestimentos em vários países,

ver International Monetary Fund, Research Department, Foreign Private Investment in Developing Countries, Occasional Paper Nº 33, IMF, Washington, Jan./85, Appendix I.

- 7 - Dados preliminares do Banco Central do Brasil. O Brasil é um dos poucos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo que faz investimentos no exterior de magnitude não negligenciável. Dados do FMI mostram que, juntamente com a África do Sul, o Brasil se destaca entre aqueles países, como se depreende dos dados a seguir:

Investimento no Exterior Registrado, 1973-1982  
(US\$ Milhões)

Discriminação	' 1973	' 1974	' 1975	' 1976	' 1977	' 1978	' 1979	' 1980	' 1981	' 1982
Total Países em Desenvolvimento Não Exportadores de Petróleo	146	228	270	335	333	520	338	1425	1039	856
Brasil	37	59	112	183	146	125	195	369	208	371
Colômbia	1	6	5	12	21	31	23	109	53	32
Coréia do Sul	2	14	4	6	21	28	19	13	43	146
Filipinas	1	0	1	6	17	30	126	222	71	177
África do Sul	50	114	121	32	68	259	11	756	647	-5

Ver IMF, Foreign Private Investment in Developing Countries, Occasional Paper Nº 33, Jan./85, p. 43.

- 8 - Ver Paulo Nogueira Batista Jr., "A Conversão de Empréstimos Externos em Investimentos Diretos", pp. 107-109 e Conjuntura Econômica, Jan./80, p. 41.
- 9 - Decreto-Lei Nº 1994 de 29/12/82, in Diário Oficial da União, 30/12/82.
- 10 - Banco Central do Brasil, Carta Circular Nº 1125, 09/11/84.

- 11 - Ver Paulo Nogueira Batista Jr., "A Conversão de Empréstimos Externos em Investimentos Diretos", pp. 106-107.
- 12 - Ver Guimarães, Malan e Tavares de Araújo Jr., "Changing International Investment Strategies", p. 14 e pp. 83-84. A hipótese de que uma parte da dívida externa do Brasil configura uma forma de investimento direto já fora levantada por estudos anteriores, notadamente in Carlos Von Doellinger e Leonardo C. Cavalcanti, Empresas Multinacionais na Indústria Brasileira, IPEA/INPES, Rio de Janeiro, 1975, pp. 96-99.
- 13 - Ver Guimarães, Malan e Tavares de Araújo Jr., "Changing International Investment Strategies", p. 108. A lei fala de "restrições de emergência".

Os autores enfatizam que, na impossibilidade de estabelecer uma filial no Brasil, diversas empresas também optaram pela forma da "joint-venture" (notadamente no setor petroquímico), ou de contratos de assistência técnica ou de licenciamento. O controle de empreendimentos pela matriz, dadas essas novas formas de participação, é menor mas o risco também se reduz no caso de desapropriação ou outros eventos imprevisíveis.

Essas "novas formas de investimento", que representam uma "adaptação" das empresas multinacionais a novas situações nos países em desenvolvimento vêm se generalizando como se destaca in Jean Masini, Le Profit et la Croissance: Multinationales et Pays en Développement, P.U.F. e I.R.M., Paris e Genebra, 1986, pp. 56-61.

- 14 - Ver Gordon, Lincoln e Grommers, Engelbert L., United States Manufacturing Investment in Brazil: The Impact of Brazilian Government Policies, 1946-1960, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston, 1962, especialmente p. 29.
- 15 - Sobre a indústria de bens de capital, ver Luiz Aranha Corrêa do Lago, Fernando Lopes de Almeida e Beatriz M.F. de Lima, A Indústria Brasileira de Bens de Capital: Origens, Situação Recente e

Perspectivas, Editora da Fundação Getulio Vargas, 1979, especialmente capítulo 11 e pp. 288-304.

- 16 - Veja-se a respeito, Von Doellinger e Cavalcanti, Empresas Multinacionais na Indústria Brasileira, pp. 5-21, que por sua vez se baseiam em parte nos trabalhos de Raymond Vernon.

Para um estudo recente dos principais fatores que podem influenciar a decisão de investidores potenciais em países do terceiro mundo, ver Jean Masini, Le Profit et la Croissance: Multinationales et Pays en Développement, P.U.F. & I.R.M., Paris et Genève, 1986, pp. 36-42.

- 17 - Segundo informações do DEPEC/DIBAP/Banco Central, foram os seguintes os montantes de reinvestimentos de 1980 a 1985 (em US\$ milhões):

1980	411,2	1983	694,8
1981	741,4	1984	472,1
1982	1 555,9	1985	542,8

Para 1986, o dado preliminar é de US\$ 450 milhões.

- 18 - Ver a respeito, IMF, Foreign Private Investment in Developing Countries, pp. 26 e 27.

No caso específico dos Estados Unidos, também podem estar tendo uma influência temporária mudanças na legislação fiscal, aprovadas ao longo de 1986, mas já previstas no início do ano. Na medida em que, nos próximos anos, as remessas de empresas filiais estabelecidas no Brasil para as suas matrizes nos EUA passarão a estar sujeitas a uma tributação mais elevada, a menos da introdução de rebates (descontos), pareceria plenamente justificado um aumento dessas remessas ao longo do corrente ano. Tal aumento não teria caráter duradouro, mas é importante de um ponto de vista conjuntural na medida em que os EUA respondem por cerca de um terço dos investimentos estrangeiros no Brasil (ver Apêndice I), mas a participação de firmas americanas no total das remessas de lucros e de repatriações, ao longo de 1986, foi, segundo informações preliminares, sendo bem mais elevada.

- 19 - Para uma comparação dos regulamentos e restrições referentes ao capital estrangeiro nos principais países em desenvolvimento, veja-se IMF, Foreign Private Investment in Developing Countries, Appendix II. A legislação brasileira, em confronto com a de muitos países, não se destaca como particularmente restritiva.
- 20 - Ver Roberto Teixeira da Costa, Brazil's Experience in Creating a Capital Market, BOVESPA, São Paulo, 1985, pp. 82-83. Segundo o Relatório do Banco Central do Brasil de 1985, existiam no ano passado 9 Sociedades regidas pelo Decreto-Lei Nº 1401.
- 21 - Ver, por exemplo, O Globo, 31/08/86, p. 47 e Gazeta Mercantil, 27/09/86, p. 28.
- 22 - Já encerrada a redação e revisão desse trabalho, a Resolução Nº 1289 de 20/03/87, transferiu para a Comissão de Valores Mobiliários a responsabilidade de supervisionar: Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro, Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro e Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários mantidos no País por Entidade de Investimento Coletivo Estrangeira, cuja regulamentação consta de anexos àquela Resolução.

## Investimentos e Reinvestimentos Externos no Brasil

## Distribuição por País do Investidor

(Posição em 31.12.85 - Em US\$ 1000)

Países	Nº	Investimentos	Reinvestimentos	Total	% sobre o Total
Arca do Sul	1	15.289	693	15.982	0,06
Alemanha Ocidental	2	2.471.644	1.074.994	3.546.638	13,82
Argoala	3	37	—	37	0,00
Austrália	4	209.195	20.704	229.899	0,90
Antilhas Holandesas	5	24.890	—	24.890	0,10
Árãbia Saudita	6	29.905	74	29.979	0,12
Argentina	7	12.734	860	13.594	0,05
Austrália	8	16.894	3.450	20.344	0,06
Austria	9	127.167	26.313	153.480	0,60
Bahamas	10	277	1.689	1.966	0,01
Barbados	11	186.482	119.845	306.331	1,19
Bélgica	12	199.880	38.257	238.137	0,93
Bermudas	13	133	—	133	0,00
Bolívia	14	834.478	417.524	1.252.002	4,88
Canadá	15	76.895	36.126	113.021	0,44
Cayman	16	1.529	101	1.630	0,01
Chile	17	3.071	—	3.071	0,01
China Continental	18	16.342	—	16.342	0,06
Cingapura	19	247	—	247	0,00
Colômbia	20	101	—	101	0,00
Coreia do Sul	21	92	—	92	0,00
Costa do Marfim	22	239	1	240	0,00
Costa Rica	23	191.467	—	191.467	0,75
Coveite	24	35.996	10.984	46.980	0,18
Dinamarca	25	4	—	4	0,00
Egito	26	718	1.830	2.548	0,01
Equador	27	84.919	3.605	88.525	0,34
Espanha	28	5.287.756	2.767.254	8.055.010	31,39
EUA	29	14.839	14.948	29.787	0,12
Finlândia	30	80	—	80	0,00
Fomosa	31	470.776	455.052	925.828	3,61
França	32	369.028	149.114	518.142	2,02
Holanda	33	114.149	10.612	124.761	0,49
Hong Kong	34	54.157	2.993	57.147	0,22
Iran	35	9.056	93	9.149	0,04
Iraque	36	342	—	342	0,00
Israel	37	815.489	140.827	956.316	3,73
Itália	38	275	2	277	0,00
Iugoslávia	39	2.068.347	316.829	2.385.176	9,29
Japão	40	31	—	31	0,00
Jordânia	41	3.282	9	3.291	0,01
Libano	42	465.347	15.437	480.784	1,87
Libéria	43	137.605	23.318	160.923	0,63
Liechienslein	44	360.035	72.457	432.492	1,69
Luxemburgo	45	77	—	77	0,00
Malgaxe	46	17.943	108	18.051	0,07
México	47	36	—	36	0,00
Nigéria	48	22.113	1.955	24.068	0,09
Noruega	49	125	1	126	0,00
Nova Zelândia	50	792.518	378.932	1.171.450	4,56
Panamá	51	52	—	52	0,00
Paraguai	52	224	—	224	0,00
Peru	53	76	—	76	0,00
Polónia	54	52.882	2.256	55.138	0,21
Portugal	55	773.378	656.418	1.429.796	5,57
Reino Unido	56	13	82	95	0,00
República Dominicana	57	294.881	112.699	407.580	1,59
Suécia	58	1.214.368	858.453	2.072.831	8,06
Suíça	59	476	236	712	0,00
Tcheco-Esllováquia	60	31.494	460	31.954	0,12
Uruguai	61	13.457	1.545	15.002	0,06
Venezuela	62	17.925.332	7.739.152	25.664.484	100,00

## Observações:

- Inclui investimentos em bolsa (DL nº 1401) e investimentos incentivados (Resolução nº 480, de 20.06.78).

- Moedas convertidas em US\$ às paridades vigentes em 31.12.85.

- Posição com base nos registros expedidos pelo FIRCE até 31.12.85.

Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim Mensal, mai.-jun./86, Separata, p. 20.

Investimentos e Reinvestimentos Externos no Brasil  
Distribuição por Ramos de Atividade do Receptor  
(Posição em 31.12.85 - Em US\$ 1000)

Ramo de Atividade	Nº	Investimentos	Reinvestimentos	Total	%
Agricultura	1	108.097	44.337	152.434	0,59
Pecuária	2	74.607	453	75.060	0,29
Pesca	3	1.658	0	1.658	0,01
Indústria Extrativa Mineral	4	631.504	112.914	744.418	2,90
Indústria de Transformação	5	13.016.514	6.165.391	19.181.905	74,74
Transformação de Minerais Não Metálicos	6	228.927	205.487	434.414	1,69
Cimento	7	112.548	39.944	152.492	0,59
Mat. de Const. Civil, Cerâmica e Artef. de Cimento	8	56.531	91.953	148.484	0,58
Vidro e Cristal	9	59.848	73.580	133.428	0,52
Metalurgia	10	1.483.013	450.835	1.933.848	7,54
Siderurgia	11	510.495	37.480	547.975	2,14
Metalurgia	12	972.518	413.355	1.385.873	5,40
Mecânica	13	1.786.216	576.556	2.362.772	9,21
Material Eletrônico, Elétrico e de Comunicação	14	1.338.120	632.951	1.971.071	7,68
Material de Transportes	15	2.579.338	962.399	3.541.737	13,80
Autopeças	16	332.261	254.274	586.535	2,29
Construção Aeronáutica	17	2.980	0	2.980	0,01
Construção Naval	18	70.913	31.320	102.233	0,40
Material Ferroviário	19	21.114	2.840	23.954	0,09
Veículos Automotores	20	2.152.070	673.955	2.826.035	11,01
Madeira	21	319.158	90.879	410.037	1,60
Celulose, Papel e Papelão	22	338.454	211.283	549.737	2,14
Borracha	23	316.301	330.559	646.860	2,52
Química	24	2.394.878	1.194.358	3.589.236	13,99
Adubos e Fertilizantes	25	82.814	21.614	104.428	0,41
Derivados do Processamento de Petróleo	26	460.736	341.951	802.687	3,13
Fósforo de Segurança, Tintas, Vernizes e Lacas	27	104.956	93.122	198.078	0,77
Produtos Químicos Básicos	28	1.746.372	737.651	2.484.033	9,68
Produtos Medicinais, Farmacêuticos e Veterinários	29	774.802	338.287	1.113.069	4,34
Têxtil	30	246.129	167.858	413.987	1,61
Vestuário, Calçados e Anelais de Tecidos	31	162.527	43.581	206.108	0,80
Produtos Alimentares	32	431.361	767.300	1.198.661	4,67
Beneficiamento, Torrefação e Moagem	33	32.206	96.955	129.171	0,50
Frigoríficos	34	5.579	1.190	6.769	0,03
Produtos Alimentares Diversos	35	393.576	669.145	1.062.721	4,14
Bebidas	36	121.266	37.315	158.581	0,62
Fumo	37	212.261	77.517	289.778	1,13
Editorial e Gráfica	38	28.635	20.519	49.154	0,19
Diversos	39	255.128	57.717	312.845	1,22
Serviços de Utilidade Pública	40	41.741	9.156	50.897	0,20
Abastecimento de Água	41	318	355	683	0,00
Produção e Distribuição de Gás	42	43	0	43	0,00
Serviços Sanitários	43	1.128	0	1.128	0,00
Transporte Aeronáutico	44	1.799	12	1.811	0,01
Transporte Marítimo e Fluvial	45	13.941	5.326	19.267	0,08
Transporte Rodoviário	46	24.512	3.453	27.965	0,11
Outros Serviços	47	3.652.879	1.276.017	4.928.896	19,21
Bancos Comerciais	48	406.476	244.253	650.759	2,54
Bancos de Investimentos	49	172.748	62.975	236.723	0,92
Comércio Imobiliário	50	130.801	10.317	141.118	0,55
Comércio em Geral, Importação e Exportação	51	802.962	186.126	989.088	3,85
Companhia de Seguros	52	46.763	48.040	94.803	0,37
Cons. Fieps, Participações e Adm. de Bens	53	1.808.869	674.395	2.483.254	9,68
Outras Instituições Financeiras	54	70.695	10.712	81.407	0,32
Serviços Técnicos e Auditoria	55	191.213	33.697	225.100	0,88
Turismo	56	22.352	4.292	26.644	0,10
Outras Atividades	57	398.332	130.654	529.216	2,06
Total Geral	58	17.925.332	7.739.152	25.664.484	100,00

Observações:

- Inclui investimentos em bolsa (D.L. nº 1401) e investimentos incentivados (Resolução nº 480, de 20.06.78).
- Moedas convertidas em US\$ às paridades vigentes em 31.12.85.
- Posição com base nos registros expedidos pelo FIRCE em 31.12.85.

Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim Mensal, mai.-jun./86, Separata, p. 21.

79. Werneck, R.F. "Uma Análise do Financiamento e dos Investimentos das Empresas Estatais Federais no Brasil, 1980-83".
80. Bacha, E. e P. Malan, "Brazil's Debt: From the Miracle to the Flood".
81. Lara Resende, A. "A Moeda Indexada: Nem Mágica nem Paracóia".
82. Bacha, E. "O Fim da Inflação no Reino de Lisarb".
83. Abreu, M.P. "A Dívida Pública Externa do Brasil, 1824-1931".
84. Arida, P. "Economic Stabilization in Brazil".
85. Arida, P. e A. Lara Resende; "Inertial Inflation and Monetary Reform in Brazil".
86. Carneiro, D.D.; "O Conceito de Liquidez e o Comportamento de Alguns Instituidores para a Economia Brasileira".
87. Arida, P. "Macroeconomic Issues for Latin America".
88. Carneiro, D.D. "Growth Perspectives for Indebted Latin America: A Note on Major Issues".
89. Correa do Lago, L.A. "O Surgimento da Escravidão e a Transição para o Trabalho Livre no Brasil: Um Modelo Teórico Simples e uma Visão de Longo Prazo".
90. Lopes, F.L. e E. Modiano; "Determinantes Externos e Internos da Atividade Econômica no Brasil".
91. Werneck, R.L.F. "A Questão do Controle da Necessidade de Financiamento das Empresas Estatais e o Orçamento de Despesas Globais da SEST".
92. Fraga Neto, A. "German Reparations and the Brazilian Debt Crisis: A Comparative Study of International Lending and Adjustment".
93. Werneck, R.L.F. "Empresas Estatais, Controle de Preços e Contenção de Importações".
94. Modiano, E.M. "O Repasse Gradual: Da Inflação Passada aos Preços Futuros".
95. Fraga Neto, A. "Price Uncertainty and the Exchange-Rate Risk Premium".
96. Fraga Neto, A. "Indexation and Inflation in Brazil".
97. Bacha, E. "The Future Role of the International Monetary Fund in Latin America: Issues and Proposals".
98. Fraga Neto, A. e A. Lara-Resende; "Déficit, Dívida e Ajustamento: Uma Nota sobre o Caso Brasileiro".
99. Modiano, E.M. "A Inflação e a Moeda Indexada".
100. Bacha, E.L. e R.E. Feinberg; "The World Bank and Structural Adjustment in Latin America".
101. Camargo, J.M. "IMF Products Boom and Industrial Growth in Brazil: 1967-1980".

102. Bacha, E. "Banco Mundial: Um Memorando Brasileiro".
103. Canargo, J.M. "Política de Renda e Ajuste Macroeconômico".
104. Lopes, F.L. "Novo Austral na Argentina".
105. Abreu, M. de P. e W. Fritsch; "Brazil's Foreign Borrowing from Multilateral and Governmental Agencies: An Overview of Past Experience and the Present Challenge".
106. Modiano, E.M. "Repasses Mensais: Uma Alternativa de Política Salarial".
107. Abreu, M. de P. e W. Fritsch; "Latin American and Caribbean Countries in the World Trade System: Past Problems and Future Prospects".
108. Modiano, E.M. e F. Lopes; "Inflação: Análise do Impacto de Mudanças na Política Salarial".
109. Carneiro, D.D. "Long Run Adjustment, Debt Crisis and the Changing Role of Stabilization Policies in the Brazilian Recent Experience".
110. Bacha, E.L. "Preliminary Notes on the Economic Strategy of the New Brazilian Government".
111. Lopes, F.L. "A Medida da Inflação no Brasil".
112. Modiano, E.M. "O Choque Argentino e o Dilema Brasileiro".
113. Modiano, E.M. "A Escala Móvel e o Pico da Navalha".
114. Moraes, P.B., "Uma Nota sobre as Importações Brasileiras de Produtos Manufaturados".
115. Lopes, F.L., "O Problema do Descongelamento".
116. Anadeo, E.J., "Notes on Growth, Distribution and Capacity Utilization".
117. Modiano, E.M., "O Pacto Social: A Experiência de Israel".
118. Anadeo, E.J., "Changes in Output in Keynes's Treatise on Money".
119. Abreu, M. de P. e W. Fritsch; "Condicionantes Externos ao Crescimento Brasileiro: Cenários para a Segunda Metade dos Anos 80".
120. Anadeo, E.J., "Changes in Capacity Utilization in 'Fully Adjusted Situations'".
121. Werneck, R.L.F. "Poupança Estatal, Dívida Externa e Crise Financeira do Setor Público".
122. Anadeo, E.J. "A Preliminary Essay on Ideology and Economics".
123. Anadeo, E.J. "The Post-Wicksellian Approach to the Theory of Employment and Price Determination".
124. Canargo, J.M. "Margem Bruta de Lucros, Fragilidade Financeira e Nível de Atividade".
125. Carneiro, D.D. "Passivo do Governo e Déficit Público: A experiência da economia brasileira no período de 1970/84".

126. Amadeo, E.J. "On Money Wages: Keynesian and Monetarist Critiques of Hynes's Closure of the Labor Market"
127. Abreu, M.P. "Política Social no Brasil: A Relevância dos Paradigmas Históricos e Comparativos".
128. Moraes, Pedro B. e Isis Sarven. "Dollarization and Credibility: An Analysis of the Mexican Experience".
129. Topas, Francisco. "Inflation and External Debt Problems in Latin America".
130. Abreu, M.P. e Fritsch, W. "Exogenous Determinants of Trade and Debt Patterns in Latin America".
131. Bacha, E.L. "A Inércia e o Conflito: O Plano Cruzado e Seus Desafios".
132. Dutt, A.K. "Growth, Distribution and Technological Change".
133. Werneck, R.L.F. "Retomada do Crescimento e Esforço de Poupança: Limitações e Possibilidades".
134. Modiano, E.M. "Mitos e Fatos sobre o Setor Público Brasileiro".
135. Moraes, P.B. "The Brazilian Stabilization Program of 1964: Price Guidelines with Credit Restrictions".
136. Camarço, J.M. "Ajuste Estrutural e Distribuição da Renda".
137. Saldanha, F. "Fixprice Analysis of Labor-Managed Economies".
138. Carneiro, D. "Stabilization Policies and Adjustment: The Brazilian Economy in the Eighties".
139. Bacha, E.L. "Debt, Stabilization and Growth: Brazilian-Based Reflections".
140. Franco, G.H.B. "Testing Monetarist Models of Hyperinflation".
141. Franco, G.H.B. "Inertia, Coordination and Corporatism".
142. Amadeo, Edward. "Ensaio sobre a economia e Política de J.M. Keynes".
143. Amadeo, Edward. "Teoria e Método nos Primórdios da Macroeconomia (final): a Revolução Keynesiana e a Análise do Multiplicador".
144. Franco, Gustavo H.B. "O Plano Cruzado: diagnóstico, performance e perspectivas a 15 de novembro".
145. Saldanha, F. e Conn, D. "Stability of General Equilibria in Labor-Managed Economies: A Non-Tatonnement Approach".
146. Bacha, E.L. "The Design of IMF Conditionality: A Reform Proposal"
147. Carneiro, D. e Moraes P.B. "Inflation and the Development of the Brazilian Financial System".
148. Abreu, M.P. "Equações de Demanda de Importações Revisitadas: Brasil, 1960-1985".
149. Abreu, M.P., Fritsch, W. e Modiano, E.M. "Debt, Growth and Structural Adjustment in Latin America: an Appraisal of the Baker Initiative".
150. Abreu, M.P., Frisch, W. "GSP Graduation: Impact on Major Latin American Beneficiaries".

151. Franco, G.H.B. "Fiscal "Reforms" and the Ends of Four Hyperinflations".
152. Carneiro, D.D. "The Cruzado Experiment: An Unlucky Evaluation After ten months/1".
153. Anadeo, E.J. e Dutt, A.K. "The Neo-Ricardian Keynesians and The Post Keynesians".
154. Modiano, E.M. "The Cruzado Plan: Theoretical Foundations and Practical Limitations".
155. Franco, G.H.B. "Política de Estabilização no Brasil: Algumas Lições do Plano Cruzado".
156. Neto, A.F. "Problemas do Controle Monetário no Brasil".
157. Abreu, M.P. e Fritsch, W. "G-5 Policies, Credit Availability and Latin American Growth".
158. Bacha, E.L. "Do Acordo de Plaza à Moratória Técnica: Os Tortuosos Caminhos da Renegociação da Dívida Externa Brasileira, 1983-87".
159. Franco, G.H.B. "The Rentenmark "Miracle"".
160. Moggridge, D.E. "Problems in the History of the International Economy Since 1870: The Gold Standard".