

# Uma Discussão Sobre o Comportamento do Investimento Estrangeiro Direto Diante de Crises Financeiras

**Priscila Gomes Castro**

Doutora em Economia Aplicada pela Universidade Federal de Viçosa.

**Antônio Carvalho Campos**

Professor Titular do Departamento de Economia Rural - Universidade Federal de Viçosa

## Resumo

Nas últimas décadas, o investimento direto estrangeiro (IDE) cresceu expressivamente ao redor do mundo, assim como também aumentou a frequência de crises financeiras na economia mundial. O objetivo deste trabalho é analisar possíveis comportamentos do IDE diante de crises financeiras, considerando as distintas tipologias/características desse investimento. Para tanto, esse trabalho parte de uma discussão teórica referenciada na literatura sobre IDE e crises financeiras. Percebe-se que o comportamento do IDE, mesmo sendo um tipo de investimento mais estável, diante de crises financeiras pode variar de acordo com o tipo de capital, a forma de entrada do investimento e mesmo o tipo de crise financeira, sua duração e dimensão na economia mundial. Tais considerações são muito relevantes ao se pensar nas previsões sobre o investimento estrangeiro e nas políticas públicas de atração do mesmo.

**Palavras chave:** Investimento direto estrangeiro; crises financeiras; multinacionais; teoria econômica; economia internacional.

**Classificação JEL:** F21; F23; G01

## Abstract

In recent decades, foreign direct investment (FDI) has grown significantly around the world, as soon as the frequency of financial crises has increased in the world economy. The main objective of this paper is to analyze possible FDI behaviors in face of financial crises, considering the different typologies / characteristics of this investment kind. Therefore, this study is based on a theoretical discussion to draw relations between financial crises in general and foreign direct investment. In general, it has been observed that FDI behavior, even though it is a more stable type of investment, in face of financial crises may vary according to the type of capital, the form of investment entry and even the type of financial crisis, its extension in the world economy. These considerations are very



relevant when we think about foreign investment predictions and the public policies of capital attraction.

**Key words:** foreign direct investment; financial crises; multinationals; economic theory; international economy.

## 1 - INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, o investimento direto estrangeiro (IDE) cresceu expressivamente ao redor do mundo. Até a década de 1940, grande parte do movimento mundial de capitais estava vinculado às relações financeiras entre os países, sendo apenas uma pequena parte desse movimento relacionada ao IDE. (CARMINATTE, 2010). Entre os países desenvolvidos, esse tipo de investimento veio a crescer após a década de 1950, com a expansão das empresas norte-americanas e a reestruturação das economias europeias. Porém, é em meados da década de 1980, que surgem novas possibilidades de investimento e diversificação diante da expansão da economia mundial. Em relação aos países em desenvolvimento, somente a partir da década de 1990 é que aumentaram suas participações como receptores dos fluxos mundiais do investimento.

Na atualidade, o IDE tem sido disputado por muitos países emergentes devido aos possíveis benefícios que pode propiciar para a modernização e desenvolvimento dessas economias. Há tantas evidências empíricas quanto teóricas de que o IDE pode contribuir para o crescimento econômico, o aumento da competição entre firmas, para a capacitação tecnológica de um país e, também, para o aumento do emprego (BLONIGEN, 2005; HERMAN et al., 2004; BLOMSTRÖM; PERSSON, 1983). Muitas vezes, o investimento estrangeiro exerce um papel fundamental para auxiliar países no equilíbrio de suas contas externas no curto prazo, sendo um motivo para que muitos desses procurem atrair o capital estrangeiro (NONNENBERG e MENDONÇA, 2005).

Por outro lado, há estudiosos que argumentam que o IDE nem sempre é favorável ao desempenho econômico. Em certas circunstâncias esse tipo de investimento poderia comprometer a situação externa do país através da balança comercial, com o aumento das importações (SARTI e LAPLANE, 2002); poderia aumentar a concentração do mercado ao eliminar firmas menores (BERTELLA e



LIMA, 2003); e mesmo não ampliar a capacidade produtiva do país, como no caso de certos tipos de aquisições e privatizações (ALVES e LIMA, 2009).

A relação favorável ou não do IDE com o desempenho das economias nacionais está ligada à própria capacidade dos países em absorver as vantagens desse capital. Essa capacidade é determinada por fatores econômicos e institucionais como o crescimento econômico, o nível de desenvolvimento do sistema financeiro, a qualidade do capital humano, a qualidade da infraestrutura e a regulação na entrada do capital (BORENSZTEIN et al., 1998; ALFARO et al., 2004). Esses fatores também são alguns dos determinantes de atração da quantidade e qualidade do investimento direto estrangeiro para um país. (DUNNING, 1993; NONNENBERG; MENDONÇA, 2005; HYUN, 2006; AUTOR, 2012).

Fato é que, ao longo das décadas de 1990 e 2000, os fluxos de IDE ao redor do mundo aumentaram substancialmente, crescendo de uma média anual de US\$ 245 bilhões em 1990 para US\$ 1,3 trilhões em fins de 2010 (UNCTAD, 2017). As empresas multinacionais foram rapidamente aumentando sua presença na maioria das economias desenvolvidas e em desenvolvimento. Em 2015, por exemplo, os fluxos mundiais de IDE atingiram US\$ 1,7 trilhões, cresceram mais de 30% em relação a 2014, sendo que cerca de 45% foi direcionado aos países em desenvolvimento e 55% ao países desenvolvidos. Esse crescimento dos fluxos também favoreceu o aumento do estoque do IDE mundial para cerca de US\$ 25 trilhões em 2015 (UNCTAD, 2017).

Além da expansão do IDE, nas últimas décadas, a economia mundial também tem presenciado uma série de crises financeiras. Crises na economia mundial foram recorrentes ao longo do século XX. No entanto, a partir da década de 1980, com a maior desregulamentação financeira e o avanço da globalização, essas crises tornaram-se mais frequentes (ASCHINGER, 1997). Nas últimas três décadas, os mercados financeiros domésticos se abriram para criar um massivo mercado de capitais globalizado, muito além do controle dos governos nacionais. Com a interligação dos mercados financeiros e as novas tecnologias envolvidas, incorporaram-se vantagens, mas trouxeram também, o problema da instabilidade, especialmente para países menos preparados para enfrentar a competição pela atração dos capitais internacionais (MOTTA, 2000). As últimas crises no mercado



mundial tiveram rápida propagação e mostraram um "efeito dominó" da acelerada retirada do capital estrangeiro especulativo investido nos países mais contaminados.

Entre os anos de 1970 a 2011, ocorreram mais de 400 crises financeiras em distintos países, sendo essas crises dos tipos cambiais, bancárias, crises de dívida e crises múltiplas (LAEVEN e VALENCIA, 2013). Além da maior frequência de crises financeiras e sua diversidade, essas crises têm reflexos em vários aspectos das economias nacionais. Declínios nas variáveis macroeconômicas, aumento das incertezas, queda no crédito são comuns em períodos de crises financeiras. Essa conjuntura, no geral, prejudica os níveis de investimento e conseqüentemente o crescimento econômico.

Como um tipo de investimento, os níveis gerais de IDE podem ser afetados por crises financeiras de diversos tipos. No entanto, é importante considerar que o IDE apresenta distintas tipologias, formas de entrada e condicionantes econômicos e institucionais que podem influenciar o comportamento desse investimento diante das crises financeiras.

Partindo dessa conjuntura, o objetivo deste trabalho é discutir possíveis comportamentos do IDE diante de crises financeiras, considerando as distintas tipologias/características desse investimento. Para tanto, esse trabalho baseia-se em revisão da literatura, especialmente teórica, para traçar relações entre crises financeiras de forma geral e o investimento direto estrangeiro em suas diversas formas.

A literatura sobre essa temática mostra que, a maioria dos estudos sobre crises financeiras e IDE envolveram análises mais históricas relatando as oscilações do IDE em períodos de crises específicas, suas possíveis causas e efeitos (POULSEN e HUFBAUER, 2011; RAMAMURTI, 2011; UNCTAD, 2010). Também, trabalhos empíricos trataram a relação de crises específicas com os níveis gerais do investimento como: a crise do subprime (UCAL, et al, 2010), a crise nos tigres asiáticos (ATHUKORALA, 2003; LOUGANI e RAZIN, 2001; LIPSEY, 2001; KRUGMAN, 2000;) , a crise no México (LIPSEY, 2001; GRAHAM e WADA, 2000) entre outros. No geral, esses trabalhos não fazem distinção entre os diferentes



tipos de IDE e concentram a análise empírica ou teórica em uma crise específica para tirar conclusões gerais sobre o contexto de crises.

Diante dos efeitos da recente crise financeira internacional (subprime) sobre a economia mundial, é importante entender a relação das crises com vários aspectos econômicos, inclusive sobre as perspectivas de investimento direto estrangeiro. Em muitos países emergentes, inclusive o Brasil, o IDE é uma fonte para suprir a carência de investimentos privados internos (UNCTAD, 2010) e está associado a possíveis benefícios às economias nacionais. Essa característica torna relevante o entendimento do comportamento desses investimentos para os governos desses países. Quando se pensa na formulação de políticas para a atração do capital estrangeiro, é fundamental o conhecimento dos efeitos das crises financeiras para a percepção das necessidades de investimento local e que tipo de IDE se pretende atrair para determinada economia. Assim, destacam-se as medidas de política macroeconômica de combate e prevenção às crises e as políticas de atração de investimento, como políticas tributárias e de regulamentação do capital estrangeiro.

As considerações deste trabalho também podem ser úteis ao se pensar na conjuntura econômica brasileira dos últimos anos, marcada por recessão, desemprego e baixos níveis de investimento, diante de uma crise político-econômica. O IDE pode ser um investimento desejado e importante para a recuperação econômica, porém é preciso analisar que tipo de investimento de fato seria produtivo para a economia do país, como atrair esse capital e mantê-lo, diante de um quadro de incertezas, altos riscos e pessimismo sobre o crescimento do país.

Além dessa introdução, este estudo está dividido em mais quatro partes. A primeira relata as características e determinantes do IDE. A segunda parte trata da caracterização das crises financeiras e suas consequências sobre as economias nacionais. Em seguida, analisa-se a relação dessas crises e os tipos de IDE. Por fim, as considerações finais do trabalho trazem uma síntese da análise e as implicações políticas do tema.

## 2- IDE: características e determinantes

O conceito mais simples de investimento direto estrangeiro remete aos fluxos internacionais de capitais pelos quais uma empresa sediada em um país cria ou expande uma filial em outro país (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005). Nesse caso, a estrutura organizacional é composta por matriz e filial(is). Na definição elaborada pela Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), o IDE é um tipo de investimento que permite ao investidor residente em outra economia exercer controle ou importante influência na gestão do empreendimento (OECD, 2008).

O investimento direto estrangeiro reflete um interesse duradouro e estabelece relação de longo prazo entre esse investidor externo e o empreendimento local. Assim, se o investidor externo detiver 10% ou mais das ações ordinárias ou de direito a voto, ele se caracteriza como investimento direto. No caso de deter menos de 10% das ações, considera-se investimento de carteira ou portfólio<sup>3</sup>.

A forma mais comum de entrada do IDE em uma economia é por meio dos processos de fusão e aquisição<sup>4</sup> de empresas, mas também através de privatizações, da construção de uma nova planta produtiva (greenfield) e, mesmo, da associação temporária de duas empresas (joint-venture). Dentro dessas modalidades, o investimento direto pode ser dividido em dois grupos: a participação no capital e os empréstimos entre companhias. A participação no capital remete aos ingressos de moeda, bens e as conversões externas em IDE ligados à aquisição/subscrição/aumento de capital, total ou parcial, do capital de empresas locais. Já os empréstimos entre companhias compreendem os créditos concedidos geralmente pelas matrizes, com sede no exterior, às suas filiais/subsidiárias no exterior (IMF, 2011).

---

<sup>3</sup>O Manual de Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional (IMF, 2011) classifica os investimentos estrangeiros nas seguintes categorias: o investimento direto, o investimento em portfólio (investimentos de carteira, em fundos e em títulos), as reservas de ativo (ativos financeiros estrangeiros disponíveis e controlados por autoridades monetárias para o financiamento ou regulamentação de dívidas) e outros investimentos (grupo residual).

<sup>4</sup>A fusão ocorre com a adesão entre duas ou mais empresas com o objetivo de formar apenas uma. Na maioria dos casos, o controle acionário fica com a empresa de melhor rendimento. Assim, as empresas originárias deixam de existir legalmente (HARRISON, 2005). A aquisição envolve a compra de uma empresa por outra. Dessa forma, nessa operação o adquirente passa a ser dono de todas as ações ou quotas de capital da empresa comprada (HARRISON, 2005).



As empresas multinacionais são normalmente associadas ao IDE, já que controlam atividades de adição de valor em mais de um país e respondem por grande parte dos fluxos de IDE (GONÇALVES, 2005). As formas como as multinacionais atuam nos mercados e como organizam suas operações são classificadas por Caves (1982) em três categorias: as firmas com integração horizontal, que são aquelas que produzem exatamente o mesmo produto em todas as unidades; as firmas com integração vertical, que possuem plantas produzindo insumos para outras filiais; e as firmas diversificadas, cujas filiais apresentam produção distinta da matriz, não sendo nem vertical nem horizontal.

Algumas teorias foram formuladas buscando compreender a atuação das empresas multinacionais e o porquê do investimento direto estrangeiro. Tais teorias só começaram a surgir a partir de meados da década de 1960, com a abordagem de Hymer (1960), voltada para a organização industrial e as imperfeições de mercado; o Ciclo do Produto de Vernon (1966) relacionado à internacionalização da produção; os trabalhos de Buckley e Casson (1981), baseados na ideia da internalização dos custos, entre outras.

Entre as teorias que tentam explicar o IDE, destaca-se o Paradigma Eclético de Dunning (1988, 1993, 2001), que buscou formular um modelo abrangente, integrando diversos fatores condicionantes do IDE. Tal teoria parte da pressuposição da existência de falhas de mercado, no nível da estrutura do mercado e em nível dos produtos intermediários, como os custos de transação, informação imperfeita e assimétrica e o oportunismo dos agentes, entre outras. Devido a essas falhas, a firma optaria pelo investimento direto como forma de entrada em um mercado em vez do licenciamento ou exportações.

De acordo com Dunning (1988), a firma multinacional teria vantagens comparativas classificadas em três grupos: vantagens de propriedade (ownership- O) que são específicas da firma; vantagens de localização (location- L); e, por fim, as vantagens de internalização (internalization- I). Devido a essa classificação, o paradigma Eclético também é conhecido com OLI (Ownership, Location and Internalization).

As vantagens de propriedade estão relacionadas às vantagens exclusivas da empresa, pelo menos temporariamente, que lhe atribui superioridade sobre seus



concorrentes externos. Essas vantagens podem ser de natureza estrutural (posse de ativos intangíveis, como patentes, tecnologias, conhecimentos, recursos humanos etc.) ou transacional (ligadas à hierarquização resultante de características da multinacional). As vantagens de localização referem-se a fatores disponíveis em determinadas localizações que estimulariam as multinacionais a optarem pelo investimento direto naquela região. As vantagens de localização de um país não dependem apenas de sua dotação de fatores produtivos, mas também de amplo conjunto de características que se influenciam mutuamente como o ambiente econômico, o sistema econômico e as políticas governamentais. Já as vantagens de internalização derivam da exploração internamente de competências próprias da multinacional em vez de permitir ao mercado sua exploração através de licenciamento. Essas vantagens surgem das falhas de mercado, como os altos custos de transação e problemas de informação imperfeita.

O paradigma OLI estabelece, então, que a empresa multinacional irá localizar sua produção onde possa usufruir dessas três vantagens. Um ponto importante do paradigma é que essas vantagens (propriedade, localização e internalização) não operam de forma independente, elas se influenciam mutuamente e sofrem alterações ao longo do tempo.

O Paradigma Eclético foi estendido para explicar as motivações, ou os determinantes, que levam as firmas a produzirem no mercado internacional (DUNNING, 1993). Essas motivações estão ligadas, principalmente, à estrutura econômica e políticas governamentais e podem ser divididas em quatro grupos básicos, de acordo com o tipo de atividade que será realizado pela firma: busca por recursos (resource seeking); busca por mercados (market seeking), busca por eficiência (efficiency seeking) e busca por ativos estratégicos (strategic asset seeking).

O tipo de IDE chamado de resource seeking visa à aquisição de recursos específicos, como os recursos naturais, mão de obra barata e, mais recentemente, capacidade tecnológica e competências de gestão, marketing e organização. No geral, esses recursos são obtidos a baixo custo para a produção de bens, que serão vendidos no mercado externo, principalmente nos países desenvolvidos.





Normalmente, esse tipo de IDE gera baixos vínculos com a economia receptora e contribui mais para os fluxos de exportação.

No caso do investimento market seeking, a intenção das empresas é ofertar bens ou serviços para o mercado doméstico do país receptor e, ocasionalmente, para mercados regionais. Assim, os aspectos mais valorizados pela multinacional estão ligados à dimensão do mercado e à sua taxa de crescimento, já que grandes mercados podem acolher mais firmas e permitem a diversificação e as economias de escala.

Na categoria de investimento efficiency seeking, busca-se racionalizar a estrutura dos investimentos estabelecidos, de forma que a empresa investidora consiga ganhar com a administração comum de atividades geograficamente dispersas. A intenção é beneficiar da posse de diferentes recursos, culturas, arranjos institucionais e estruturas de mercado, concentrando a produção em um número reduzido de locais para atender a vários mercados. Tais benefícios surgem das economias de escopo e de escala e da gestão do risco.

Na última categoria strategic asset seeking, também chamada de capability seeking, a aquisição de recursos e ativos estratégicos é o objetivo principal para as empresas que buscam fortalecer sua posição competitiva ou aumentar suas competências nos mercados regionais e globais. As formas tradicionais desse tipo de investimento estão ligadas à fusão, aquisição e joint-ventures.

Tais motivações locais são comumente relacionadas aos determinantes econômicos do investimento direto. São expressos em diversos fatores que influenciam o desempenho econômico, assim como os riscos e as oportunidades associadas aos empreendimentos da empresa transnacional. Entre esses fatores, Dunning (1988) destaca: a dotação e distribuição de recursos naturais; o preço dos insumos; a qualidade e produtividade da mão de obra, o transporte internacional e os custos de comunicação; o controle das importações (barreiras ao comércio); o tamanho do mercado consumidor, a aquisição de ativos; as provisões de infraestrutura; e o sistema econômico como um todo. Esses fatores ligados ao desempenho econômico podem favorecer a habilidade da empresa multinacional em gerar e sustentar suas vantagens de propriedade, fortalecendo sua posição competitiva diante das concorrentes locais.



Nessa perspectiva, as vantagens locacionais para a atração do IDE são comumente associadas aos condicionantes econômicos sendo a dimensão institucional dos países muitas vezes negligenciada ou posta em segundo plano como determinantes do investimento direto (AMAL; SEABRA, 2007; BEVAN et al., 2004). No entanto, com o crescente interesse dos empreendimentos multinacionais pela “criação de ativos”, como o conhecimento e infraestrutura, os ambientes institucionais passaram a ser vistos como facilitadores do desempenho competitivo e consecução dos objetivos dessas firmas (NARULA; DUNNING, 2000).

Nessa direção, as instituições políticas que podem influenciar o IDE estão ligadas ao regime político de um país, ao sistema legislativo e judicial, à estrutura de tomada de decisão e à intervenção governamental (AMAL; SEABRA, 2007). As instituições econômicas, por sua vez, vinculam-se à estrutura dos mercados nacionais e internacionais de fatores, aos direitos de propriedade e ao ambiente de negócios e, também, são afetadas pelas intervenções governamentais. Mudambi e Navara (2002) ainda ressaltaram que fatores socioculturais como costumes, normas informais e religião fazem parte do ambiente institucional e, conseqüentemente, podem influenciar o IDE.

É importante ressaltar que a estrutura econômica e a institucional se influenciam mutuamente, gerando ambiente propício ou não para o desempenho das atividades multinacionais, ou seja, não são apenas fatores isolados que determinam a atratividade do IDE. Seguindo essa orientação, não se podem especificar ao certo quais fatores econômicos e, ou, institucionais atrairiam o IDE para determinado país. Como mencionado anteriormente, isso depende tanto do interesse da empresa multinacional quanto da conjuntura interna dos países receptores e, também, da conjuntura externa. É nesse último ponto que se pretende estabelecer uma relação das crises internacionais com o investimento direto estrangeiro.

### 3. Crises financeiras: classificação e conseqüências

Crises na economia mundial foram recorrentes ao longo do século XX. No entanto, a partir da década de 1980, com a maior desregulamentação financeira e o avanço da globalização, essas crises tornaram-se mais frequentes (ASCHINGER, 1997). Nas últimas três décadas, os mercados financeiros domésticos abriram-se



para criar um massivo mercado de capitais globalizado, muito além do controle dos governos nacionais. Com a interligação dos mercados financeiros e as novas tecnologias envolvidas, incorporaram-se vantagens, mas trouxeram, também, o problema da instabilidade, especialmente para países menos preparados para enfrentar a competição pela atração dos capitais internacionais (MOTTA, 2000).

De acordo com Minsky (1986) o ciclo de manias e pânico em uma crise é fruto de mudanças pró-cíclicas na oferta de crédito. Esse comportamento pró-cíclico provoca uma fragilidade nas transações financeiras e propicia o surgimento de crises. O fenômeno que geralmente estoura a crise surge com um deslocamento ou choque, normalmente exógeno, que contamina o sistema econômico. Se os choques são expressivos, então, surge uma série de eventos que revertem às expectativas otimistas dos agentes, criando um quadro de incertezas, atingindo o mercado de crédito e podendo se expandir por toda a economia.

A partir dessas constatações, pensar em crises financeiras remete a conceitos amplos. Segundo Goldsmith (1982), as crises financeiras estão vinculadas a uma deterioração aguda, breve e ultracíclica de indicadores financeiros, como preço de ativos, crédito, taxa de juros de curto prazo, falência de instituições financeiras, entre outros. De forma geral, para Kindleberger (1996) as crises estão relacionadas a picos de ciclos econômicos, que ocorrem em um período de crescimento da economia e conduzem, em seguida, a um período de depressão. As crises podem ter origem doméstica ou externa, iniciar-se no setor privado ou público com diferentes formas e intensidade e, ainda, rapidamente se espalham através das fronteiras (CLAESSENSE; KOSE, 2013, p. 3). Fato é que as crises financeiras são tipicamente eventos multidimensionais difíceis de serem caracterizadas usando apenas um indicador e podem assumir várias formas (CLAESSENSE; KOSE, 2013).

Ao pensarem em uma classificação para as crises financeiras, Rogoff e Reinhart (2010) identificaram duas grandes categorias: aquelas classificadas usando definições estritamente quantitativas e aquelas dependentes de critérios qualitativos e análises mais discricionárias. No primeiro grupo incluem-se as crises cambiais, de inflação, crise no balanço de pagamento e estouro de bolhas de ativos.



Já no segundo grupo encontram-se as crises bancárias, sistêmicas e as crises de dívidas internas e externas.

As crises cambiais estão relacionadas a ataques especulativos à moeda que levam a uma desvalorização ou forte depreciação. Esse tipo de crise costuma conduzir as autoridades monetárias a defender a moeda, dispondo de grandes quantidades de reservas internacionais e aumentando drasticamente as taxas de juros ou impondo maior controle sobre o capital. Um exemplo desse tipo de crise seria a Crise Cambial Brasileira em 1999.

Crises no balanço de pagamentos ou na conta de capitais, também conhecida na literatura como *suddenstops*, podem ser definidas como grande e, normalmente, inesperada queda nos fluxos internacionais de capital ou reversão aguda no fluxo de capitais agregados de um país. Nesses tipos de crises, como há variáveis mensuráveis, é possível utilizar metodologias quantitativas para explicá-las. Como exemplo, pode-se citar a Crise Mexicana (Efeito Tequila) e mesmo a Crise nos Tigres Asiáticos em 1997.

Por sua vez, uma crise da dívida externa acontece quando um país não pode ou não deseja arcar com suas obrigações, podendo ser uma crise da dívida soberana ou privada. Já uma crise da dívida interna ocorre quando um país não honra suas dívidas fiscais domésticas em termos reais, por calote explícito, inflando/depreciando sua moeda, ou pelo emprego de outras formas de repressão financeira. A crise na Argentina, em 2001, tem características de vários tipos de crises financeiras, inclusive crise da dívida interna e externa.

Uma crise sistêmica bancária geralmente é precedida de uma corrida bancária real ou potencial e de falhas de gestão que levam os bancos a suspender a conversibilidade de seus passivos. Ainda, os governos podem ser compelidos a intervir para prevenir tal fato pela extensão da liquidez e assistência de capital em larga escala. Como exemplo, a crise do *subprime* em 2008 se inicia como uma crise imobiliária que atinge proporções sistêmicas e afetou toda a economia global. Em ambos os casos de crise de dívida e bancárias, como as variáveis não são facilmente medidas, o uso de metodologias qualitativas auxilia na explicação das crises.



Segundo Laeven e Valencia (2013), no período de 1970 a 2011 ocorreram 147 crises bancárias, 217 crises cambiais e 67 crises da dívida soberana, considerando ainda que muitos países passaram por crises múltiplas ao mesmo tempo. Os dados também mostram que as crises evoluíram ao longo do tempo. Por exemplo, as crises cambiais foram mais comuns durante a década de 1980, enquanto as bancárias e de capitais se tornaram mais frequentes nas décadas de 1990 e 2000.

Os distintos tipos de crise também podem sobrepor-se em um mesmo episódio, criando ambiguidades e dificuldades para distingui-las. Por exemplo, crises cambiais geralmente coincidem com crises bancárias, sendo chamadas de crises gêmeas (KAMINSKY; REINHART, 1999). Também, as crises de capitais podem sobrepor-se às crises cambiais e de balanço de pagamento e, às vezes, à crise da dívida externa (CLAESSENSE; KOSE, 2013). Mas é importante perceber que há vasta possibilidade de sobreposições. Das crises anteriormente citadas do trabalho de Laeven e Valencia (2013), esses autores reportaram 68 crises gêmeas, em que oito poderiam ser classificadas, inclusive, como crises triplas, ou seja, percebe-se a complexidade ao se tratar da identificação/classificação de crises financeiras, e não surpreendentemente entender a origem, etapas e consequências das crises também envolvem explicações complexas e diversas.

Apesar da complexidade e diferenças entre as crises financeiras, em geral elas apresentam semelhanças sobre consequências macroeconômicas, financeiras e o ambiente de incertezas que geram. Comumente, as crises financeiras envolvem mudanças expressivas no volume de crédito; interrupções severas na intermediação financeira, especialmente na oferta de crédito externo; graves problemas na escala do balanço de pagamentos; e necessidade de grande apoio governamental (CLAESSENSE; KOSE, 2013). Declínios nos níveis das variáveis macroeconômicas são comuns em períodos de crise. Geralmente, as quedas no consumo, produção industrial, investimentos, emprego, exportações e importações são mais expressivas em recessões seguidas de crise. Também, variáveis financeiras, como o crédito e o preço dos ativos, tendem a cair ou crescer menos em períodos de turbulências (CLAESSENSE; KOSE, 2013). A falta de crédito também limita os setores mais dependentes do financiamento externo que passam



a cortar mais gastos com atividades vinculadas aos investimentos. Além disso, estudos mostram que, em nível das firmas, as crises financeiras estão associadas a reduções drásticas de P&D, emprego e investimentos em geral, o que leva as empresas a perderem oportunidades de crescimento (CAMPELLO *et al.*, 2010).

Com relação ao sistema financeiro como um todo, Eichengreen (2003) faz uma analogia interessante dele com o sistema cardiovascular, para explicar efeitos e consequências das crises financeiras.

As crises são para o sistema financeiro, o que ataques cardíacos são para o sistema cardiovascular. Os órgãos que são centrais para sua operação começam a funcionar de forma errática, em casos extremos param inteiramente de funcionar. Suas convulsões interrompem a circulação de sangue para o corpo (crédito), pondo em risco outros órgãos do sistema. Se o ataque é leve e o paciente de modo geral tem boa saúde, ele conseguirá se recuperar plenamente. O ataque então pode servir principalmente como alerta para mudanças no estilo de vida, como uma alimentação mais sensata, mais exercícios e visitas mais regulares ao médico (em termos econômicos, políticas monetária e fiscal mais equilibradas, supervisão e regulação prudencial mais severa, e consultas mais frequentes com as instituições financeiras internacionais). Mas, um ataque mais grave, que ponha em dúvida a capacidade de recuperação do sujeito, pode exigir que ele seja hospitalizado para angioplastia ou cirurgia de ponte de safena (desvalorização cambial ou reestruturação da dívida, no caso financeiro) (EICHENGREEN, 2003, p. 12).

Percebe-se que as crises financeiras podem estar associadas a falhas no sistema financeiro, falhas essas que o debilitam, exigem uma reestruturação e, dependendo da gravidade, podem levar a um colapso ou paralisia desse sistema. A necessidade de reestruturação do sistema financeiro, somada a uma economia enterrada, costuma levar a um aumento do débito público durante as crises financeiras. Rogoff e Reinhart (2010) mostraram que episódios de crise estão quase sempre associados a grande declínio nas receitas governamentais e grande aumento nos gastos públicos, ou seja, aumento do déficit público.

Um estudo recente de Kannan *et al.* (2013), com dados de vários países, indicou que recuperações econômicas pós-crise costumam ser lentas e fracas, relacionadas a uma demanda doméstica desaquecida e condições de crédito



apertadas. Tal fato indica que as crises financeiras podem ter efeitos negativos sobre a economia por períodos mais duradouros do que apenas o momento de “estouro” da turbulência. Em economias interligadas, as crises financeiras normalmente geram uma crise de crédito que pode se expandir e produzir uma crise econômica com efeitos duradouros, afetando a produção, comércio, investimento e consumo (ASCHINGER, 1997).

O fato é que, com o avanço de crises financeiras para crises econômicas, as perspectivas de crescimento ficam cada vez mais prejudicadas (CEPAL, 2009). E nesse sentido os níveis de investimento tendem a ser afetados em grande escala, nos períodos de crise, por vários canais interligados e mutuamente influenciados: a contração do crédito; a redução do crescimento econômico; e o aumento das incertezas, que levam os investidores a serem mais cautelosos e a adiarem seus investimentos (MINSKY, 1986; JOYCE; NABAR, 2009).

#### 4. Relação entre as crises financeiras e o IDE

Como ressaltado nas seções anteriores, pode-se analisar o IDE em termos dos níveis gerais do investimento, de acordo com a motivação do capital, o tipo de entrada e o tipo de relação entre as firmas e mesmo os seus determinantes. Da mesma forma, há vários tipos de crises financeiras que também precisam ser consideradas em relação a sua dimensão nos mercados e duração.

É importante notar que o IDE é um tipo de investimento com características distintas de outros tipos de investimento. De forma geral, resulta de decisões de médio e de longo prazo, não sendo, muitas vezes, atingidos por uma conjuntura de curto prazo. Por esse motivo, a resposta do IDE a crises e turbulências, diferentemente do capital especulativo (mais volátil), pode ser menos expressiva e apresentar defasagem, sendo percebidas em períodos posteriores ao estouro de uma crise financeira (CEPAL, 2009; UNCTAD, 2010). Essa defasagem é esperada devido a dois motivos principais. Primeiro, a crise quando estoura atingiria inicialmente os chamados fatores determinantes do IDE (como, o nível de crédito, estruturas financeiras, etc.) e depois atingiria o IDE de fato.

Também, os investimentos planejados ou futuros das multinacionais podem ser afetados ou não por conjunturas pessimistas de crises, dependendo da



gravidade e extensão da crise. No entanto, acredita-se que, avaliando os níveis gerais de IDE, aqueles investimentos que já estão em curso sejam executados e finalizados mesmo quando uma crise estoura. Assim, uma crise financeira pode comprometer a entrada de novos fluxos de IDE em uma localidade, mas nem sempre vai prejudicar o estoque do investimento já existente, ou seja, nem sempre vai provocar a saída do IDE já estabelecido (GRAHAM; WADA, 2000). Como exemplo, na crise asiática de 1997, Athukorala (2001) mostrou que o nível geral de IDE se manteve relativamente estável como fonte de capital durante a turbulência. E mesmo após a crise, ao contrário das visões pessimistas, não resultou em descontinuidade nos fluxos para a região, apesar do declínio nos fluxos entre os anos de 1998 e 1999.

Ademais, se uma crise for de curta duração, ela talvez nem chegue a diminuir os estoques gerais de IDE, tendo efeitos eventuais sobre os fluxos e setores mais contaminados. Assim, na literatura sobre o tema, os níveis de IDE são normalmente considerados mais estáveis que outros tipos de investimento, como o de carteira (ATHUKORALA, 2001; KRUGMAN, 2000; ASIAN DEVELOPMENT BANK, 2004). Por exemplo, Lipsey (2001) analisou qualitativamente o comportamento dos fluxos de IDE em três crises financeiras: a crise da dívida externa na América Latina (1982), a crise no México (1994) e a crise nos Tigres Asiáticos (1997). Segundo esse autor, os fluxos de IDE nos países afetados se comportaram de forma diferente dos outros tipos de capital privado. Isso porque, o IDE teria sido muito mais estável e persistente que o capital de portfólio e outros investimentos, apesar de ter sofrido alguns declínios. Nessa direção, Graham e Wada (2000) relataram que a crise mexicana em 1995 teria confirmado tal postura ao mostrar que os fluxos de IDE para o México, originados dos Estados Unidos, se mantiveram estáveis no período. Durante os primeiros anos de impacto da crise, o Efeito Tequila, houve queda na entrada de novos investimentos no país, mas não ocorreu saída do investimento anteriormente existente.

O fato é que o IDE mesmo sendo mais estável que outros tipos de investimento está sujeito a ser afetado pelas crises financeiras, mesmo que não seja de imediato. As condições de crédito e as perspectivas de crescimento, assim como o ambiente econômico, institucional político e de negócios, são fatores que,





como visto anteriormente, influenciam as decisões de investimento das empresas multinacionais. Se as crises se difundem e atingem tais condicionantes, assim como outros determinantes do IDE, a probabilidade de queda desse investimento estrangeiro pode ser grande. Assim, mesmo o IDE sendo um tipo de investimento menos volátil, no geral uma crise financeira poderá atingi-lo através de seus determinantes, ou seja, via canais de transmissão ou repercussão dessa crise.

Um possível exemplo dessa relação da crise com os determinantes do IDE seria a crise do *subprime*, em 2008. Essa crise se alastrou do setor financeiro para a economia real, atingindo consumo, produção, investimentos e comércio em escala mundial. O avanço da crise deteriorou as perspectivas de crescimento econômico. O PIB nos países desenvolvidos caiu, em média, 4,5% entre 2008 e 2009 e a média de crescimento nas economias emergentes, de 8% em 2007 para 2,4% em 2009 (UNCTAD, 2017). O volume de comércio mundial despencou mais de 40% na segunda metade de 2008, queda mais expressiva do que da produção agregada e as exportações recuaram 15% em escala mundial (ALFARO; CHEN, 2010; UNCTAD, 2017).

Durante a crise, os estoques mundiais do investimento direto estrangeiro reduziram de US\$ 18 trilhões em 2007 para US\$ 15 trilhões em 2008 (UNCTAD, 2017). Já os fluxos do investimento caíram 16% em 2008 e, quando ocorreu a contração da economia mundial em 2009, os fluxos recuaram 33%. Essa queda foi mais expressiva nas economias desenvolvidas, em média, 40% e nos países em desenvolvimento, 21% (UNCTAD, 2013). Em nível das firmas, a crise financeira provocou restrições de liquidez às multinacionais, limitou o acesso ao crédito e promoveu uma atitude mais cautelosa entre os gestores – restringindo os projetos de grande infraestrutura e risco (POLSEN; HUFBAUER, 2011). De forma geral, houve grande freada em novos investimentos multinacionais e reformulação estratégica em escala mundial (UNCTAD, 2010). Porém, deve-se observar que essa perspectiva da crise do *subprime*, se refere aos níveis gerais (volumes totais) de IDE nas economias.

Quando se analisa os diferentes tipos de IDE, estes podem reagir de forma distinta diante dos diferentes tipos de crises financeiras. Ao se considerar a tipologia de Dunning (2001), pensando nas motivações do capital, quando uma



crise financeira, como uma crise sistêmica, repercute na estrutura produtiva de um país, a queda da demanda doméstica acarretada pelo colapso da produção pode ter efeito negativo, especialmente, sobre o tipo de IDE orientado para o mercado (*market seeking*) (ATHUKORALA, 2003). Como anteriormente ressaltado, esse tipo de IDE está relacionado, principalmente, ao investimento de novas firmas atraídas pela dimensão do mercado local e seu potencial consumidor. Se os mercados locais e regionais sofrem retrações, se há diminuição do consumo e da renda, o investimento proveniente de novas firmas estrangeiras fica comprometido, tanto em nível local quanto regional.

O IDE motivado pela busca por recursos (*resource seeking*) também pode diminuir durante uma crise financeira. Esse tipo de IDE é mais vinculado a novas firmas, que se instalam em um país buscando explorar a disponibilidade de recursos naturais/minerais, especialmente para as exportações. Se uma crise financeira atingir proporções globais, ela pode contrair a demanda externa por matérias-primas e recursos minerais, provocando a queda no preço desses insumos e atingindo a receita e lucratividades dos exportadores. Tal fato diminui a possibilidade de empresas multinacionais investirem em setores com lucratividade e demandas comprometidas.

Com os custos de aquisição de crédito mais altos, em situações de crises financeiras, como crises de capital e bancárias, o IDE voltado para a busca por eficiência (*efficiency seeking*) também pode diminuir. No geral, esse tipo de IDE é realizado por firmas estrangeiras já estabelecidas no país e buscam diminuir seus custos e aumentar sua capacidade competitiva. Com a acessibilidade ao crédito comprometida, fica mais difícil para essas empresas aumentar seus investimentos, e seus custos associados aos financiamentos também podem aumentar. Contudo, em certos tipos de crise (como a cambial) a fuga de capitais pode levar a uma depreciação real da moeda local. Tal depreciação pode ser positiva para as firmas estrangeiras que buscam a maior eficiência através da integração de redes de produção vertical, reduzindo os custos associados a esse processo (BOGACH e NOY, 2012), ou seja, na classificação do IDE motivado por maior eficiência e diante de uma crise financeira, esse índice pode diminuir ou aumentar, vai depender dos setores atingidos e do tipo de crise associada.

Ao considerar o período da crise e o da pós-crise, os níveis de IDE podem até aumentar (KRUGMAN, 2000; ATHUKORALA, 2003). Ao ocorrerem depreciações da moeda, contrações da demanda e colapso financeiro podem provocar queda no preço de ativos domésticos. Isso favoreceria o IDE que busca ativos estratégicos (*asset seeking*), à medida que há redução dos custos de investimento em ativos e enriquecimento em termos do seu poder de mercado. Também, como medida de recuperação econômica, muitos governos podem adotar medidas mais liberalizantes em relação ao capital estrangeiro, o que pode abrir novas oportunidades para fusões e aquisições de empresas (KRUGMAN, 2000). Essa é a hipótese *Fire-Sale* desenvolvida por Krugman (2000) sobre a crise nos tigres asiáticos. Para esse autor, essa hipótese explicaria porque, diante de muitas crises, o IDE se manteria relativamente estável ou até mesmo aumentaria.

Ainda, ao se pensar no IDE pela forma de entrada do capital, a comparação entre o tipo *greenfield* e o tipo F&A (Fusões e Aquisições) também vai de encontro ao exposto nos parágrafos anteriores. Os investimentos em novas estruturas produtivas e novas plantas no geral são mais demorados e exigem maior planejamento e infraestrutura. Por sua vez, os investimentos em F&A normalmente são implementados mais rapidamente, já que não exigem novos projetos e estruturas produtivas. Se uma crise é percebida como temporária ou de curta duração e, especialmente, se provocar depreciação real da moeda local, os processos de F&A são incentivados, já que os ativos ficam mais baratos, em detrimento dos novos projetos (*greenfield*) (BOGACH e NOY, 2012). Isso aconteceu no começo da crise do *subprime*, quando os investidores se beneficiam do colapso do mercado de ações e compraram ativos com preços bem baixos (UNCTAD, 2010).

De acordo com a UNCTAD (2010), nas últimas duas décadas houve uma preferência dos investidores pelos investimentos do tipo F&A sobre os investimentos do tipo *greenfield*, especialmente nos países desenvolvidos. Parcialmente, essa preferência está relacionada à assimetria de informação quando se considera o valor das F&A e os projetos de *greenfield*. Os mercados financeiros conseguem fornecer mecanismos eficientes para estabelecer o valor das F&A, enquanto não há tal mecanismo para confirmar o valor dos investimentos do tipo *greenfield*. Porém, em períodos de crises financeiras, os mercados financeiros se



tornam instáveis, duvidosos eliminando essa vantagem informacional das F&A sobre os investimentos do tipo *greenfield* (UNCTAD, 2010).

Adicionalmente, o IDE pode desempenhar papel importante no período de recuperação da economia pós-crise. Essa conexão inicia-se com o possível colapso da demanda agregada durante a crise, dada uma sequência de eventos paralelos: a queda da confiança do consumidor, que provoca diminuição da demanda doméstica; a dificuldade dos governos em honrar as dívidas e gastos; e a queda nos investimentos domésticos, devida a fragilidade financeira, incertezas e queda no consumo. Dessa forma, muitas vezes, cabe às exportações serem o componente fundamental da demanda agregada no período pós-crise. Para tanto, as multinacionais exercem papel importante no desempenho exportador:

Através de suas redes globais de mercado, sua experiência, acesso a fundos e fortes conexões com os mercados de capitais, as multinacionais possuem a capacidade de transformar um potencial aumento de competitividade (decorrentes de uma depreciação da moeda local) em crescimento das exportações, auxiliando na recuperação econômica (ASIAN DEVELOPMENT BANK, 2004, p. 257 – Tradução nossa)<sup>5</sup>.

Além disso, no âmbito da produção em países em desenvolvimento, as subsidiárias de multinacionais, no geral, são mais preparadas para encarar a contração de crédito doméstico. Quando os bancos domésticos diminuem o crédito ou aumentam seus custos no contexto de crises, essas firmas ainda têm a possibilidade de obter financiamento no mercado internacional de capital; se este estiver também comprometido, pode recorrer a outras filiais e, mesmo, à matriz (ATHUKORLA, 2003).

Nesse sentido, é possível ainda analisar os níveis de IDE em termos da relação de empréstimos entre as companhias. Diante de crises, devido à instabilidade no ambiente interno e a própria carência de crédito, esse tipo de capital pode aumentar. As empresas dentro de uma rede multinacional podem se apoiar para uma reestruturação e suporte mútuo financiando-se. No caso, a matriz

---

<sup>5</sup>“Given their global market networks and know-how, deeper pockets, and stronger connections to global capital markets, they have the capacity to translate large increases in potential competitiveness (arising from the depreciated currency) into export growth in turn facilitating economic recovery”.



pode fornecer empréstimos ou mesmo outras subsidiárias da rede dependendo do contexto econômico interno de cada uma. Na crise do *subprime*, por exemplo, matrizes de empresas multinacionais norte-americanas, especialmente as grandes montadoras, foram muito afetadas no mercado interno dos EUA e couberam as subsidiárias dessas empresas instaladas em distintas partes do mundo socorrer a matriz e manter o nível de produção e comércio (UNCTAD, 2010).

Por essa análise, percebe-se que o comportamento do IDE, mesmo sendo um tipo de investimento, de uma forma geral, mais estável que outros investimentos, diante de crises financeiras pode variar de acordo com o tipo de IDE (busca de mercado, eficiência, ativos estratégicos ou recursos), a forma de entrada do investimento (fusões, aquisições ou *greenfield*) e mesmo o tipo de crise financeira (cambial, capital, sistêmica, entre outras), sua duração (curta ou longa duração) e dimensão de contágio na economia mundial. Ou seja, fazer uma previsão sobre os fluxos e estoques de IDE diante de uma crise financeira, depende de uma série de considerações sobre esse investimento e as perspectivas da crise.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na economia globalizada, o investimento direto estrangeiro pode desempenhar papel importante na modernização de países e continua sendo tema de debate os fatores que explicam porque as empresas multinacionais se direcionam a certo país ou região. Nas últimas décadas, os fluxos e estoques mundiais de IDE aumentaram expressivamente e diversificaram seus destinos, de forma que cada vez mais países recebem tais investimentos. No entanto, a economia globalizada também vem se deparando, com maior frequência, com crises financeiras de rápida propagação e intensidade de movimentação de capital, de forma que, é cada vez mais difícil o controle de uma crise a partir de sua deflagração (MOTTA, 2000). Crises essas que, no geral, geram incertezas, conturbam os mercados financeiros e a disponibilidade de crédito, podendo inclusive afetar vários condicionantes macroeconômicos como os investimentos internos e externos.



Nesse sentido, esse trabalho discutiu os possíveis comportamentos do IDE diante de crises financeiras, levando em consideração os diferentes tipos de IDE, crises e trabalhos da literatura teórica.

Assim, notou-se que o IDE, de uma forma geral, é visto na literatura como um tipo de investimento mais estável, podendo sofrer quedas durante as crises, porém menos expressivas que outros tipos de investimento, como o de carteira. Também, percebe-se que as crises financeiras tendem a atingir os níveis gerais de investimento direto estrangeiro ao afetar seus determinantes, principalmente fatores relacionados ao desempenho econômico e institucional. Quando se analisa os diferentes tipos de IDE, segundo a tipologia de Dunning (1988), o IDE que parece ser mais atingido por uma crise financeira é aquele relacionado à busca por mercados (market seeking), enquanto o IDE do tipo asset seeking pode, inclusive, aumentar. Ainda, o investimento direto pode ser fundamental para a recuperação econômica no período pós-crise. Já quando se pensa na forma de entrada dos investimentos, aqueles do tipo greenfield podem ser mais prejudicados em situações de crise, por serem mais demorados envolverem mais planejamentos e infraestrutura. Enquanto, os investimentos provenientes de F&A podem inclusive aumentar devido a queda no preço de ativos estratégicos. Ou seja, o comportamento do IDE diante de crises financeiras pode variar de acordo com o tipo de IDE, a forma de entrada e mesmo o tipo de crise, sua duração e dimensão. As previsões precisam levar em consideração tais considerações para traçar políticas condizentes com a realidade dos países envolvidos em crises.

Ao pensar nesses aspectos, para muitos países emergentes, como o Brasil, em que o IDE é uma fonte para suprir a carência de investimentos privados internos, é relevante entender a discussão deste trabalho para uma melhor previsão do comportamento do IDE. Especialmente para os governos locais é importante pensar na formulação de políticas públicas para a atração do capital externo mais produtivo e também para a proteção dos mercados diante de crises financeiras que comprometem toda a estrutura econômica. Assim, destacam-se medidas que fortaleçam os sistemas financeiros (regulamentações mais rígidas, supervisão constante e consultas a instituições financeiras internacionais) e medidas macroeconômicas de prevenção de crises – como políticas monetárias e

fiscais mais equilibradas, que não comprometam as contas públicas e o sistema financeiro. Além disso, são fundamentais políticas de combate às crises que reaquecem a demanda interna e atraíam mais investimentos estrangeiros de qualidade, como políticas tributárias e de acesso ao crédito, condizentes com a condição e estrutura do país.

Na recente recessão da economia brasileira, há argumentos de que o capital estrangeiro poderia ser fundamental para a recuperação econômica do país. No entanto, deve-se questionar que tipo de investimento seria esse. Pela discussão apresentada nesse trabalho esse investimento deveria ser mais produtivo, focado em novas plantas para a geração de emprego e infraestrutura e para o aquecimento do mercado consumidor. No entanto, em situações de crise, de forma geral, o tipo de IDE mais atuante é justamente aquele que busca ativos estratégicos com preços baixos, e esse tipo de capital nem sempre é produtivo, se representar apenas uma transferência de propriedade, como no caso de algumas aquisições e privatizações. Ou seja, mais que atrair capital estrangeiro e preciso questionar a qualidade desse investimento e quais medidas de fato atrairiam um IDE de qualidade em uma situação de crise. Para trabalhos futuros pretende-se discutir exatamente essa relação entre o comportamento do IDE na economia brasileira em tempos de crise.

## REFERÊNCIAS

ALFARO, L.; CHANDA, A.; KALEMLI-OZCAN, S.; SAYEK, S. FDI and economic growth, the role of local financial markets. *Journal of International Economics*, v. 64, n. 1, p. 89-112, 2004.

ALFARO, L; CHEN, M. *Surviving the global financial crisis: foreign direct investment and establishment performance*. Harvard Business School: June, 2010 (Working Paper, 10-110).

ALLEN, F.; CARLETTI, E. *The global financial crisis: causes and consequences*. University of Pennsylvania: June, 2009 (Working Paper). Disponível em: <[http://www.bm.ust.hk/gmifc/Prof.%20Allen%20&%20Carletti\\_The%20Global%20Financial%20Crisis.pdf](http://www.bm.ust.hk/gmifc/Prof.%20Allen%20&%20Carletti_The%20Global%20Financial%20Crisis.pdf)>. Acesso em: 20 ago. 2013.

ALVES, C. L. B.; LIMA, C. C. S. *Dinâmica do investimento direto estrangeiro (IDE) no Brasil: evidências recentes de um fenômeno econômico consolidado*. Sociedade Brasileira de Economia Política – SEP. In: XIV Encontro Nacional de Economia Política, São Paulo - SP, 2009.



AMAL, M.; SEABRA, F. Determinantes do investimento direto externo (IDE) na América Latina: uma perspectiva institucional. *Revista Economia*, v. 8, n. 2, p. 231-247, maio/ago. 2007.

ASCHINGER, G. A natureza das crises financeiras. *Revista de Economia da UNA*, v. 1, n. 3, p. 25-33, 1997.

ASIAN DEVELOPMENT BANK. *Asian development, outlook 2004*. Oxford University Press, 2004. Disponível em: <<http://www.adb.org/publications/asian-development-outlook-2004-foreign-direct-investment-developing-asia>>. Acesso em: 9 mar. 2015.

ATHUKORALA, P.C. Foreign direct investment in crisis and recovery: lessons from the 1997-1998 Asian crises. *Australian Economic History Review*, v. 43, n. 2, p. 197-213, 2003.

BERTELLA, M. A.; LIMA, G. T. *Investimento direto externo, crescimento econômico e distribuição de renda: uma macrodinâmica pós-keynesiana*. Sociedade Brasileira de Economia Política – SEP. In: VIII Encontro Nacional de Economia Política, Florianópolis - SC, 2003.

BEVAN, A.; ESTRIN, S.; MEYER, K. Foreign investment location and institutional development in transition economies. *International Business Review*, v. 13, n. 1, p. 43-64, 2004.

BLOMSTRÖM, M.; PERSSON, H. Foreign investment and spillover efficiency in an underdeveloped economy: evidence from the Mexican manufacturing industry. *World Development*, v. 11, n. 6, p. 493-501, 1983.

BLONIGEN, B.A. A review of the empirical literature on FDI determinants. *Atlantic Economic Journal*, v. 33, n. 4, p. 383-403, 2005.

BOGACH, O. NOY, I. Fire-Sale FDI? The Impact of Financial Crises on Foreign Direct Investment. *Working papers 201205*, University of Hawaii at Manoa, Department of Economics, 2012

BORENSZTEIN, E.; DE GREGORIO, J.; LEE, J.W. How does FDI affect economic growth? *Journal of International Economics*, v. 45, n. 1, p. 115-35, 1998.

BUCKEY, P.J.; CASSON, M. The optimal timing of a foreign direct investment. *Economic Journal*, v. 91, n. 361, p. 75-87, 1981.

CAMPELLO, M.; GRAHAM, J.; HARVEY, C.R. The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, v. 97, n. 3, p. 470-87, 2010.

CARMINATE, J. G. O. *O impacto do investimento direto estrangeiro no crescimento da economia brasileira, 1986-2009*. 2010. 127 f. Dissertação (Mestrado em Economia). Universidade Federal de Viçosa, Viçosa, MG, 2010.

CAVES, R.E. *Multinational enterprise and economic analysis*. Cambridge University Press, 1982.

CLAESSENS, S.; KOSEN, M.A. *Financial crises: explanations, types, and implications*. International Monetary Fund: January, 2013. (IMF Working Paper, 13/28).





COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E CARIBE – CEPAL. *La inversión directa extranjera en América Latina y el Caribe*: CEPAL, 2009. Disponível em: <[www.eclac.org/publicaciones](http://www.eclac.org/publicaciones)>. Acesso em: 1º ago. 2011.

DUNNING, J.H. Trade, location of economic activity and the multinational enterprise: a search for an eclectic approach. In: DUNNING, J.H. *Explaining international production*. London: Unwin Hyman, 1988. p. 13-40.

DUNNING, J.H. *Multinational enterprises and the global economy*. Reading Mass: Addison-Wesley, 1993.

DUNNING, J.H. The eclectic (OLI) paradigm of international production: past, present and future. *International Journal of the Economics of Business*, v. 8, n. 2, p. 173-190, 2001.

EICHENGREEN, B. *Crises financeiras: análise, prevenção e gestão*. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

GOLDSMITH, R. Comment on Hyman P. Minsky's the financial instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy. In: KINDLEBERGER, C.P.; LAFFARGUE, J.P. (Ed.). *Financial crises: theory, history and policy*. Cambridge: Cambridge University Press, 1982

GONÇALVES, J.E.P. *Empresas estrangeiras e transbordamento de produtividade na indústria brasileira: 1997-2000*. Rio de Janeiro: BNDES, 27º Prêmio BNDES de Economia, 2005

GRAHAM, E.; WADA, E. Domestic reform, trade and investment, financial crisis and foreign direct investment in Mexico. *The World Economy*, v. 26, n. 6, p. 777-797, 2000.

HARRISON, J.S. *Administração estratégica de recursos e relacionamentos*. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HERMAN, M.; CHISHOLM, D.; LEAVELL, H. FDI and the effects on society. In: Allied Academies International Conference, New Orleans, 2004. *Proceedings of the Academy for Studies in International Business*, v. 4, n. 1, p. 15-18, 2004.

HYMER, S.H. *The international operations of national firms: a study of direct foreign investment*. Boston: MIT Press, 1976.

HYUN, H.-J. Quality of institutions and foreign direct investment in developing countries: causality tests for cross-country panels. *Journal of Business Economics and Management*, v. 7, n. 3, p. 103-110, 2006.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. *Balance of Payments Manual*. 5. ed. Washington DC, 1993. Disponível em: <[www.imf.org](http://www.imf.org)>. Acesso em: 20 ago. 2011.

JOYCE, J.P.; NABAR, M. Sudden stops, banking crises and investment collapses in emerging markets. *Journal of Development Economics*, n. 90, p. 314-322, 2009

KAMINSKY, G. Currency crises: are they all the same? *Journal of International Money and Finance*, n. 25, p. 503-527, 2006.

KANNAN, P.; SCOTT, A.; TERRONES, M.E. From recession to recovery: how soon and how strong. In: CLAESSENS, S.; KOSE, M.C.; LAEVEN, L.; VALENCIA, F. (Ed.).



*Financial crises: causes, consequences, and policy responses*. International Monetary Fund, 2014.

KINDLEBERGER, C.P. *Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1996.

KRUGMAN, P.; OBSTFELD, M. *Economia internacional: teoria e política*. 6. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

KRUGMAN, P. Fire-sale FDI. In: EDWARDS, S. (Ed.). *Capital flows and the emerging economies: theory, evidence, and controversies*. University of Chicago Press, 2000. p. 43-58.

LAEVEN, L.; VALENCIA, F. Systemic banking crises. In: CLAESSENS, S.; KOSE M.A.; LAEVEN, L.; VALENCIA, F. (Ed.). *Financial Crises, Consequences, and Policy Responses*, 2013.

LIPSEY, R.E. *Foreign direct investors in three financial crises*. National Bureau of Economic Research, 2001. (Working Paper, 8084).

LOUNGANI, P.; RAZIN, A. How beneficial is foreign direct investment for developing countries? *Finance and Development*, v. 38, n. 2, p. 6-9, 2001.

MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

MOTTA, J.R.S.T. *As crises econômicas mundiais*. Brasília: Câmara dos Deputados, Consultoria Legislativa, março, 2000. Disponível em: <[www2.camara.leg.br](http://www2.camara.leg.br)>. Acesso em: 2 mar. 2013.

MUDAMBI, R.; NAVARRA, P. Institutions and international business: a theoretical overview. *International Business Review*, v. 11, n. 1, p. 35-55, 2002.

NARULA, R.; DUNNING, J. Industrial development, globalization and multinational enterprises: new realities for developing countries. *Oxford Development Studies*, v. 28, n. 2, p. 141-167, 2000.

NONNENBERG, M.J.B.; MENDONÇA, M.J.C. Determinantes dos investimentos diretos externos em países em desenvolvimento. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 35, n. 4, p. 631-655, out./dec. 2005.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. *OECD benchmark definition of foreign direct investment*. 4. ed. 2008. Disponível em: <[www.oecd.org](http://www.oecd.org)>. Acesso em: 30 ago. 2013.

POLSEN, L.S.; HUFBAUER, C. Foreign direct investment in times of crisis. *Transnational Corporations*, v. 20, n. 1, p. 19-38, 2011.

RAMAMURTI, R. Impact of the crisis on new FDI players: past, present and future of sovereign wealth funds, private equity and emerging market transnational corporations. *Transnational Corporations*, v. 20, n. 1, p. 39-68, 2011.

ROGOFF, K.; REINHART, C. *Oito séculos de delírios financeiros: desta vez é diferente*. Rio de Janeiro: Campus, 2010.



SARTI, F.; LAPLANE, M. F. O investimento direto estrangeiro e a internacionalização da economia brasileira nos anos 1990. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 11, n. 1 (18), p. 63-94, jan/jun. 2002.

UCAL, M.; ÖZCAN, K.M.; BILGIN, M.H.; MUNGO, J. Relationship between financial crisis and foreign direct investment in developing countries using semiparametric regression approach. *Journal of Business Economics and Management*, v. 11, n. 1, p. 22-33, 2010.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT – UNCTAD. *World investment report 2005: transnational corporations and internationalization of R&D*. Genebra, Nações Unidas, 2005. Disponível em: <[www.unctad.org](http://www.unctad.org)>. Acesso em: 2 maio 2011.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT – UNCTAD. *World investment report 2010: investing in a low-carbon economy*. Genebra, Nações Unidas, 2010. Disponível em: <[www.unctad.org](http://www.unctad.org)>. Acesso em: 2 maio 2011.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT – UNCTAD STAT. *UNCTAD Statistics*, 2017. Disponível em: <<http://unctadstat.unctad.org/ReportFolders/reportFolders.aspx>>. Acesso em: maio 2017.

VERNON, R. International investment and international trade in the product cycle. *Quarterly Journal of Economics*, v. 30, p. 190-207, 1966.