Universidade do Estado do Rio de Janeiro
Centro de Ciências Sociais
Faculdade de Administração e Finanças

Mariana Pereira Bonfim

Exposição cambial: o impacto do câmbio nas ações das empresas brasileiras internacionalizadas

Rio de Janeiro
2014

Mariana Pereira Bonfim

Exposição cambial: o impacto do câmbio nas ações das empresas brasileiras internacionalizadas

Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Faculdade de Administração e Finanças, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Controle de Gestão.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Padovani

Coorientadora: Profª. Dra. Andréa Paula Osório Duque

Rio de Janeiro

2014

CATALOGAÇÃO NA FONTE
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/B

B713 Bonfim, Mariana Pereira.
Exposição cambial: o impacto do câmbio nas ações das empresas brasileiras internacionalizadas / Mariana Pereira Bonfim – 2014.
115 f.

Orientador: Fernando Padovani.
Dissertação (Mestrado) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Administração e Finanças.
Bibliografia: f. 93-97.

1. Política cambial – Teses. 2. Câmbio – Teses. 3. Finanças internacionais – Teses. 4. Empresas multinacionais – Brasil – Teses. I. Padovani, Fernando. II. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Administração e Finanças. III. Título.

CDU 336.745:658.11(100)

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta dissertação.

_____ _____
Assinatura Data

Mariana Pereira Bonfim

Exposição cambial: o impacto do câmbio nas ações das empresas brasileiras internacionalizadas

Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Faculdade de Administração e Finanças, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Controle de Gestão.

Aprovada em 8 de janeiro de 2014.

Banca Examinadora:

_____

Prof. Dr. Fernando Padovani (Orientador)

Faculdade de Administração e Finanças - UERJ

_____

Profª. Dra. Andréa Paula Osório Duque (Coorientadora)

Faculdade de Administração e Finanças – UERJ

_____

Profª. Dr. Francisco José dos Santos Alves (Banca Interna)

Faculdade de Administração e Finanças - UERJ

_____

Prof. Dr. João Boaventura Branco de Matos (Banca Externa)

Escola Superior de Propaganda e Marketing

Rio de Janeiro

2014

DEDICATÓRIA

À minha mãe Claudia, pela abdicação de sua vida em prol de mim e da minha irmã e pelo seu amor incondicional.

Ao Felipe, pelo amor, paciência, apoio e compreensão quando eu mais precisei.

AGRADECIMENTOS

Sabendo que essa caminhada não teve início na UERJ, agradeço de antemão a todos que, de alguma forma, passaram pela minha vida e contribuíram para que esse meu objetivo fosse alcançado. E, particularmente, agradeço a algumas pessoas que diretamente fizeram parte dessa história:

A Deus, que me guiou e me iluminou em face das dificuldades encontradas.

A todo corpo docente do Mestrado pelos ensinamentos e ao pessoal da Secretaria, especialmente, Luis, Betinha e Felipe.

Ao Prof. Francisco Gomes, meu orientador na graduação da UFF, mestre que me incentivou e auxiliou a ingressar no Mestrado, com sua dedicação à profissão contábil.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Fernando Padovani, pelo apoio no amadurecimento de minhas ideias para a conclusão deste trabalho.

Ao Prof. Dr. José Francisco Pessanha, por todas as orientações "estatísticas" e pela sua paciência, vitais para a conclusão desse trabalho.

A Profª. Dra. Andrea Paula Osório Duque, pela bondosa disponibilidade e contribuições na formulação desta pesquisa.

Aos colegas de turma do mestrado, que me receberam de braços abertos e sempre me auxiliaram nas dificuldades encontradas. Em especial a Érica Jann, por todas as risadas proporcionadas; ao Leonardo Pinheiro, a quem devo esse título de mestre porque se não fosse seu incentivo, eu, provavelmente, não estaria aqui; ao Joelson Fagundes, pela ajuda incondicional sempre que precisei e pela irmandade ao longo do curso; e ao Marcos Araújo, pelas orientações e pelas conversas mais divertidas.

A todos os colegas da SulAmérica, por permitirem meu desenvolvimento acadêmico, mediante as parciais liberações do expediente de trabalho.

E por último a minha família: meu avô Jusmar, minha tia Carmen e minha irmã Daniela, que me mostraram o valor dos estudos e sempre deram o suporte necessário para a realização dos meus objetivos.

Valeu a pena? Tudo vale a pena
Se a alma não é pequena
Quem quer passar além do Bojador
Tem que passar além da dor.

Fernando Pessoa

RESUMO

BONFIM, Mariana Pereira. *Exposição cambial:* o impacto do câmbio nas ações das empresas brasileiras internacionalizadas, 2014. 115 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Administração e Finanças, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.

O aumento da internacionalização das economias emergentes e a tendência de "financeirização" da economia mundial motivaram este estudo que tem como principal objetivo analisar estatisticamente o impacto das variações cambiais no retorno das ações das principais empresas brasileiras internacionalizadas, segundo o *ranking* realizado pela Fundação Dom Cabral, no período entre 2000 e 2012. Além disso, buscou-se, também, descrever o processo inicial de internacionalização dessas mesmas companhias. Para isso, foi realizada uma pesquisa descritiva e quantitativa, por meio da utilização do método estatístico de regressão linear múltipla. Constatou-se que nas 28 empresas analisadas não há correlação entre variações nas taxas de câmbio e variações no retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas, evidenciando assim, que outras variáveis são as responsáveis por impactarem o retorno dessas ações. Verificou-se, ainda, que a maior parte das empresas brasileiras iniciam seu processo de internacionalização por meio da instalação de linhas de produção no exterior, seguida de exportação e fusões e aquisições com outras companhias.

Palavras-chave: Empresas Internacionalizadas. Internacionalização. Taxa de Câmbio. Investimento Estrangeiro.

ABSTRACT

BONFIM, Mariana Pereira. *Foreign exchange exposure:* the impact of the exchange on the shares of Brazilian internationalized companies, 2014. 115 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Administração e Finanças, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.

The increasing internationalization of companies from emerging economies, in a context of financial globalization of the World economy, has motivated this research, which has as its main goal to analyze the impact of the exchange rate fluctuations on stock returns of main Brazilian international corporations (classified according to the Dom Cabral Foundation annual ranking), covering the period between 2000 and 2012. In addition, this work intended to describe the internationalization process itself of those companies. For this, it was structured a descriptive and quantitative research, using the statistical method of linear regression. Among the main research findings it can be mentioned the non-existent correlation between the fluctuations in exchange rates and the variation in the shares returns of the 28 most internationalized Brazilian companies analyzed. This situation suggests that other variables are more impacting on the shares return. It was also verified that most of the Brazilian companies has begun their internationalization process by investing on production chains abroad, what it is not usual, rather than exporting, merging or acquiring with local companies abroad.

Keywords: International Corporations. Internationalization. Exchange Rate. Foreign Investment.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 - Modelo de atuação das empresas 23
Quadro 2 - Síntese das principais teorias de internacionalização 27
Quadro 3 - Motivos da internacionalização das empresas brasileiras 29
Figura 1 - Benefícios da internacionalização para as empresas 31
Figura 2 - Principais desafios da internacionalização 33
Quadro 4 - Diferenças apresentadas por Merchant no controle gerencial das organizações internacionalizadas 33
Quadro 5 - Regimes cambiais e suas principais características 38
Gráfico 1 - Brasil: fluxos de investimentos diretos 41
Gráfico 2 - IED entrada no Brasil e no mundo (US$ milhões) 42
Gráfico 3 - Relação entre Ibovespa e câmbio 42
Gráfico 4 - Relação entre câmbio, IED e IBD 43
Quadro 6 - Relação das empresas brasileiras internacionalizadas trabalhadas 48
Gráfico 4 - Início da internacionalização das empresas brasileiras 88

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Regressão JBS Friboi 51
Tabela 2 - Regressão Gerdau 52
Tabela 3 - Regressão Metalfrio 54
Tabela 4 - Regressão Marfrig 55
Tabela 5 - Regressão Magnesita 56
Tabela 6 - Regressão Suzano Papel e Celulose 58
Tabela 7 - Regressão Vale 60
Tabela 8 - Regressão Weg 61
Tabela 9 - Regressão Embraer 62
Tabela 10 - Regressão Marcopolo 64
Tabela 11 - Regressão Natura 65
Tabela 12 - Regressão Cia Providência 66
Tabela 13 - Regressão América Latina Logística 68
Tabela 14 - Regressão Petrobras 69
Tabela 15 - Regressão Minerva 70
Tabela 16 - Regressão Bematech 72
Tabela 17 - Regressão Ultrapar 73
Tabela 18 - Regressão Gol 74
Tabela 19 - Regressão Randon 76
Tabela 20 - Regressão Totvs 77
Tabela 21 - Regressão DHB 78
Tabela 22 - Regressão Porto Seguro 79
Tabela 23 - Regressão Oi 81
Tabela 24 - Regressão Tegma 82
Tabela 25 - Regressão Cemig 83
Tabela 26 - Regressão Portobello 84
Tabela 27 - Regressão Eletrobras 86
Tabela 28 - Regressão M. Dias Branco 87
Tabela 29 - Retorno das ações das empresas internacionalizadas 98
Tabela 30 - Retorno das empresas internacionalizadas, retorno do mercado e câmbio 104

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AB&P	Argentine Breeders & Packers
APEX-Brasil	Agência Brasileira de Promoção de Exportações e Investimentos
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BNDES	Banco Nacional do Desenvolvimento
CEMIG	Companhia Energética de Minas Gerais
CSN	Companhia Siderúrgica Nacional
EBT	Empresa de Base Tecnológica
ELETROBRAS	Centrais Elétricas Brasileiras S.A.
EMBRAER	Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A.
ERP	Enterprise Resource Planning
FDC	Fundação Dom Cabral
G-7	Grupo dos Sete
IBD	Investimento Brasileiro Direto
IBOVESPA	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IED	Investimento Estrangeiro Direto
IGP	Índice Geral de Preços
INMETRO	Instituto Nacional de Metrologia, Qualidade e Tecnologia
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
P&D	Pesquisa e desenvolvimento
ONU	Organização das Nações Unidas
UNCTAD	United Nations Committee of Trade and Development

LISTA DE SÍMBOLOS

r_t	Retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas
R_t	Retorno do índice Ibovespa
S_t	Desvalorização cambial
μ	Termo aleatório
LN	Logaritmo natural
P_t	Preço da ação na data t
I_t	IPCA na data t
$Ibovespa_t$	Índice Ibovespa na data t
ΔS_t	Variação cambial
>	Maior que

SUMÁRIO

	INTRODUÇÃO	14
1	**REFERENCIAL TEÓRICO**	20
1.1	**Internacionalização de Empresas**	20
1.1.1	Formas de atuação no exterior	24
1.1.2	Enfoques teóricos sobre a internacionalização	25
1.1.3	Internacionalização de empresas brasileiras	27
1.1.4	Riscos e oportunidades na internacionalização de empresas	29
1.2	**Câmbio**	34
1.2.1	Regimes cambiais	35
1.2.1.1	Regimes cambiais intermediários	37
1.2.2	Trajetória cambial no Brasil	38
1.2.3	Incentivos à internacionalização no Brasil	39
2	**METODOLOGIA**	45
2.1	**Tipologia da Pesquisa**	45
2.2	**Hipótese de Pesquisa**	46
2.3	**População e Amostragem**	47
2.4	**Desenho da Pesquisa**	48
3	**ANÁLISE DOS DADOS**	50
3.1	**Descrição das Empresas Internacionalizadas**	50
3.1.1	JBS Friboi	50
3.1.2	Gerdau	52
3.1.3	Metalfrio	53
3.1.4	Marfrig	54
3.1.5	Magnesita	56
3.1.6	Suzano Papel e Celulose	57
3.1.7	Vale	58
3.1.8	Weg	60
3.1.9	Embraer	62
3.1.10	Marcopolo	63
3.1.11	Natura	64

3.1.12 Cia Providência 66
3.1.13 América Latina Logística 67
3.1.14 Petrobras 68
3.1.15 Minerva 70
3.1.16 Bematech 71
3.17 Ultrapar 72
3.18 Gol 74
3.1.19 Randon 75
3.1.20 Totvs 76
3.1.21 DHB 78
3.1.22 Porto Seguro 79
3.1.23 Oi 80
3.1.24 Tegma 81
3.1.25 Cemig 83
3.1.26 Portobello 84
3.1.27 Eletrobras 85
3.1.28 M. Dias Branco 86
3.2 **Início da Internacionalização das Empresas Brasileiras** 88
CONSIDERAÇÕES FINAIS 89
REFERÊNCIAS 93
ANEXO A – Dados estatísticos das empresas internacionalizadas – Parte I 98
ANEXO B – Dados estatísticos das empresas internacionalizadas – Parte II 104

INTRODUÇÃO

A economia mundial presencia um período de profundas transformações, especialmente no que diz respeito à internacionalização das empresas e na disseminação de cadeias produtivas globais[1], causando impactos diretos na política e na economia das sociedades contemporâneas.

A globalização produtiva afeta diretamente as nações e as empresas, pois altera os princípios sobre os quais a sociedade se organizou nos últimos 50 anos (BASSI, 1999). Esse processo teve início por meio de duas grandes forças: de um lado o governo propiciando políticas públicas e reformas institucionais e, de outro, as forças independentes que progrediam tecnologicamente, destacando-se as áreas de comunicação, tecnologia da informação e transporte (MARTINS, 2012).

Com a abertura dos mercados no plano regulatório cada vez mais intensa, associada as inovações em comunicações e informações, a produção e o comércio internacional tornaram-se interligados. Atualmente, uma parte significativamente maior dos produtos que chegam aos mercados tem origem no comércio internacional ou é dependente de produtos importados, ou são produzidos em cadeias produtivas internacionalizadas, como é o caso do setor automobilístico, e também dos setores de eletrônicos manufaturados, principalmente, no sudoeste asiático ou o setor têxtil/moda, onde peças são concebidas e desenhadas na França e Itália, a matéria prima é trazida do Egito e costurada na Índia ou Bangladesh (BIANCHI, 2012). Na esfera produtiva, é cada vez mais forte a tendência de constituição destas cadeias produtivas globais, envolvendo empresas internacionalizadas em estratégias de alianças produtivas, para se aproveitar de vantagens competitivas e estratégias locais.

Uma das consequências diretas desse processo diz respeito a crescentes parcelas do comércio mundial realizadas intrafirma, ou seja, entre empresas do mesmo grupo, com o objetivo de reduzirem seus custos e ampliarem suas participações em mercados estratégicos e nas trocas internacionais (BARTLET et al., 1992). Dessa maneira, as empresas internacionalizadas buscam seus mercados de expansão de acordo com as vantagens competitivas e as estratégias encontradas em cada localização.

---

[1] Segundo Hopkins e Wallerstein (1986, p. 159), uma cadeia produtiva é definida como "uma rede de trabalho e processos produtivos cujo resultado final é uma mercadoria". Nesse contexto, as cadeias produtivas globais são aquelas em que esses processos são realizados por firmas distribuídas globalmente.

Entre os efeitos da globalização das trocas e da produção, podem ser inclusos os arranjos produtivos locais, concentrados espacialmente e conectados globalmente, conhecidos como *clusters*. De acordo com a definição do SEBRAE (2004, p. 229):

> Os *clusters* são concentrações geográficas de empresas – similares, relacionadas ou complementares – que atuam na mesma cadeia produtiva auferindo vantagens de desempenho por meio da locação e, eventualmente, da especialização. Essas empresas partilham, além da infraestrutura, o mercado de trabalho especializado e confrontam-se com oportunidades e ameaças comuns.

A globalização parece reforçar a tendência de constituição de *clusters*, por meio dos chamados efeitos de aglomeração, potencializando benefícios das firmas individuais em função da proximidade de outras firmas, contribuindo assim, para a redução de custos e riscos, como os custos de transação e transporte; o aumento da troca tecnológica; as transações intra-setoriais e as trocas de mão-de-obra. Dessa maneira, a formação de *clusters* contribui para que estes aglomerados representem "nós de redes", ampliando o valor das empresas envolvidas.

Além de uma forte regionalização - estima-se que mais de 50% do comércio mundial seja realizado dentro desses blocos regionais – existe, ainda, a tendência de verticalização. Pelo menos um terço desse mesmo comércio é realizado segundo a modalidade intrafirma, e seus principais participantes ainda são os países desenvolvidos, mas com uma crescente participação de firmas originárias de economias emergentes (MARTINS, 2012).

A transição para uma economia mais internacionalizada acarreta em desafios não só sociais, como a exportação de postos de trabalho, como também econômicos, dado o maior grau de exposição à concorrência e aos riscos internacionais, sem mencionar a necessidade de adaptação das companhias aos novos mercados. O governo, por sua vez, é capaz de reduzir os desafios da internacionalização criando políticas que minimizem custos, como a concessão de crédito facilitado, subsídios e incentivos para a difusão de tecnologia e qualificação de mão de obra.

De acordo com Martins (2012, p. 3), à medida que um determinado país se integra na economia mundial, maior será a sua exposição à concorrência internacional. Por outro lado, o mesmo também estará aberto à entrada de novas e mais aprimoradas tecnologias, ofertando amplas opções de escolhas ao consumidor final.

Entretanto, não só no Brasil como nos demais países emergentes, as empresas vêm buscando, com maior frequência, internacionalizar seus negócios (por meio de investimentos ou de processos produtivos) promovendo o desenvolvimento de novos projetos, seja através

de fusões e aquisições ou ainda de alianças com cadeias produtivas globais. Nesse sentido, Acioly, Lima e Ribeiro (2011, p. 11) afirmam que:

> Em 2010, o país [Brasil] se destacou entre os principais investidores globais, e o interesse pela internacionalização cresceu não apenas entre os gigantes nacionais, mas também entre empresas média-grandes que veem os mercados estrangeiros como um diluidor de riscos, sobretudo na América do Sul.

A relevância do presente estudo prende-se, justamente, a esse contexto marcado pelas transformações contemporâneas, ligadas à recente crise mundial, mas também a outras dinâmicas, como a tendência de "financeirização"[2] da economia internacional; de reorganização das dinâmicas de produção da riqueza internacional e/ou, ainda, de interligação produtiva das empresas em âmbito global, processos que estimulam uma aceleração da internacionalização das empresas em todo o mundo. Nesse contexto, a gestão financeira dos projetos corporativos, ainda mais se considerada a dimensão cambial implícita nas operações financeiras, passa a demandar atenção especial na gestão cotidiana das organizações, envolvidas nesse ambiente de negócios cada vez mais internacionalizado.

Essa tendência dialoga com o tradicional debate da teoria da internacionalização, ou seja, sobre as motivações tradicionais da tomada de decisão para a internacionalização, já construído nos países desenvolvidos. No contexto de novas economias emergentes, onde suas empresas se tornam cada vez mais internacionalizadas, torna-se importante averiguar o papel das motivações estritamente ligadas às taxas de câmbio. Como será visto no referencial teórico, existem pesquisas na área sobre os mais diferentes motivadores da internacionalização, deixando em aberto o debate a respeito sobre a real contribuição das variações nas taxas de câmbio sobre as decisões de internacionalização.

Esse processo de internacionalização de empresas também afeta com intensidade mais empresas de economias emergentes, fazendo com que a internacionalização de empresas provenientes dessas economias se torne uma das mais características tendências da economia contemporânea. Com isso, as empresas internacionalizadas oriundas das economias emergentes também passam a receber impactos negativos provenientes dos mercados financeiros e, principalmente, dos mercados cambiais. Em 2009, algumas empresas brasileiras internacionalizadas anunciaram perdas bilionárias em decorrência da crise mundial, ao apostarem em operações cambiais em um ambiente econômico altamente "financeirizado", em busca da alavancagem de seu patrimônio. Tal desastre econômico embasado em câmbios mal sucedidos deu início, no Brasil, a uma série de aquisições de empresas, como no caso da

[2] O termo "financeirização" pode ser entendido como um aumento considerável da importância dos fluxos financeiros sobre a lógica de funcionamento da economia.

Sadia, absorvida pela concorrente, a Perdigão, criando a BRFoods, ou ainda no caso da Aracruz Celulose, absorvida pela VCP, formando a Fribia.

Por outro lado, as variações cambiais podem representar também estímulos competitivos para a decisão de internacionalização. Em períodos de valorização da moeda local, os ativos internacionais tornam-se efetivamente mais baratos, estimulando as empresas das economias emergentes a lançarem processos de fusões, aquisições e constituição de capital, como parece ter sido o caso da economia brasileira nos últimos anos, em que pode ter ocorrido correlação positiva entre a valorização do real e a compra de ativos internacionais.

Com esse cenário em evidência, marcado pela acelerada internacionalização das economias emergentes, e ainda vivida num contexto de crise e instabilidade financeira, a presente pesquisa busca avaliar a importância da exposição cambial das empresas brasileiras internacionalizadas, bem como a preponderância da dimensão cambial como elemento determinante para o desempenho das ações das mesmas, em um dado período de tempo.

Como hipótese inicial de trabalho, presume-se que a variação do retorno das ações das empresas internacionalizadas deveria acompanhar a variação do câmbio, pois situações de valorização da moeda nacional aumentariam o poder de compra dos investimentos e vice-versa. Ao mesmo tempo, variações nas taxas de câmbio também afetariam a estrutura de custos ou o risco financeiro das empresas internacionalizadas, dependendo do grau de exposição cambial. Desta maneira, a percepção dos investidores, traduzida em termos de valorização da cotação das ações em bolsa, deveria acompanhar os movimentos do câmbio, que podem provocar alterações significativas nas condições de competitividade das empresas internacionalizadas.

Este estudo busca verificar a hipótese inicial de correlação entre variação do câmbio e variação do preço das ações das empresas brasileiras internacionalizadas, entendida como reflexo da percepção de oportunidades de retorno das operações internacionalizadas. Para isso, foi utilizado o modelo estatístico descrito nos trabalhos de Faria (2010), Unfer (2010) e Feldman (2010), nos quais são verificados se flutuações na taxa de câmbio impactariam no retorno das ações de determinadas empresas internacionalizadas.

Importante mencionar que não foi considerada nesta pesquisa a importância do papel do Estado na internacionalização das empresas, nem na fixação de taxas cambiais do país. Será avaliado apenas a existência ou não de impacto nas variações nas taxas de câmbio no retorno das ações empresas brasileiras internacionalizadas.

Dessa maneira, este estudo busca responder ao seguinte problema de pesquisa, através da utilização do modelo estatístico de regressão de Faria (2010), Unfer (2010) e Feldman

(2010): As variações cambiais impactam o retorno das ações das principais empresas brasileiras internacionalizadas, que compõem o *ranking* realizado pela Fundação Dom Cabral, no período entre 2000 e 2012?

O período da pesquisa foi escolhido em decorrência do pico de investimento brasileiro direto ter ocorrido no ano de 2006: fato e período únicos na história econômica brasileira, ocasião em que as empresas brasileiras realizaram mais investimentos no exterior, do que as empresas estrangeiras dentro do Brasil. Dessa forma, o intervalo escolhido pretendeu alcançar 6 anos antes e 6 anos depois do marco brasileiro no investimento estrangeiro.

Importante ressaltar também que o período entre 2000 e 2003, foi marcado por grandes instabilidades na economia: no plano mundial, as instabilidades foram originadas da recuperação da recessão da crise asiática; dos escândalos corporativos nos Estados Unidos (caso Enron); da crise das "ponto.com" (queda das ações da bolsa Nasdaq) e, também, pelos conflitos no Oriente Médio. Já no plano nacional, as instabilidades podem ter sido causadas pela mudança de governo, causando volatilidade cambial e retração dos investimentos. O panorama econômico nacional se estabilizou somente a partir de 2003, ano do primeiro mandato do então presidente Luís Inácio Lula da Silva. Da mesma maneira, o período entre 2008 e 2012 foi marcado pela recessão nas economias do G-7[3], em decorrência da crise financeira originada com os títulos imobiliários americanos *subprime*[4]. Com isso, movimentos importantes na taxa de juros e nos fluxos internacionais de capitais provocaram grande oferta de investimentos na direção das economias emergentes, valorização generalizada do câmbio e, assim barateamento dos ativos nas economias de industrialização antiga.

Esta pesquisa pretende analisar os dados referente a internacionalização de empresas brasileiras apurados anualmente pela Fundação Dom Cabral (FDC) - centro de pesquisa especializado em gestão estratégica internacional que, desde 2005, elabora um *ranking* de internacionalização das empresas brasileiras, servindo como critério para a seleção do grupo de empresas brasileiras internacionalizadas a serem analisadas, de acordo com a sua relevância. Esses dados serão comparados com indicadores de valor acionário - apurados na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) - e de flutuação do câmbio.

---

[3] G-7 é a sigla que denomina o grupo dos sete países mais desenvolvidos e industrializados do mundo (Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Alemanha, Grã-Bretanha e Espanha) mais a Rússia.

[4] *Subprimes* são caracterizadas como créditos bancários destinados à clientes com maior exposição ao risco de inadimplência, como, por exemplo, concessão de crédito a clientes sem comprovação de renda e com histórico de crédito pouco favorável, conhecidos no jargão de mercado como "NINJAs" (*No-Income, No-Job, No-Asset*), ou seja, clientes sem renda, sem emprego e sem patrimônio (TORRES FILHO, 2008, p. 3).

OBJETIVO GERAL

- Analisar estatisticamente o impacto das variações cambiais no retorno das ações das principais empresas brasileiras internacionalizadas, segundo o *ranking* elaborado pela Fundação Dom Cabral, no período compreendido entre janeiro de 2000 a dezembro de 2012.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Descrever o processo inicial de internacionalização das principais empresas brasileiras internacionalizadas, segundo o *ranking* realizado pela Fundação Dom Cabral.
- Identificar a correlação entre a variação cambial e o retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas, no período entre janeiro de 2000 a dezembro de 2012.
- Identificar a correlação entre o retorno do mercado (Ibovespa) e o retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas, no período entre janeiro de 2000 a dezembro de 2012, com o intuito complementar de verificar a parcela de contribuição da flutuação geral do mercado sobre as ações individuais das empresas.

Esta pesquisa está estruturada em quatro seções, além desta Introdução. O Referencial Teórico apresenta uma breve revisão da literatura sobre a relação entre a internacionalização de empresas e o comportamento da taxa de câmbio. A seguir, é descrita a Metodologia, estabelecendo-se os procedimentos de avaliação dos indicadores necessários ao desenvolvimento do problema de pesquisa. A terceira seção descreve os resultados encontrados a partir da pesquisa empírica realizada. Na seção seguinte, constam as considerações finais. Os autores consultados na execução deste trabalho estão presentes nas Referências. Nos Anexos estão presentes os dados que foram utilizados para a confecção desta pesquisa.

1 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção serão apresentados conceitos e discussões acerca do tema internacionalização de empresas, sintetizando o debate sobre os motivadores determinantes da internacionalização, e de seus condicionantes de êxito, especialmente, àqueles ligados ao ambiente financeiro e monetário internacional, sempre adotando como perspectiva a evolução recente do ambiente de negócios brasileiro e sua relação com as condições de estabilidade cambial.

1.1 Internacionalização de Empresas

A aceleração recente da internacionalização de empresas é uma das dimensões da globalização e pode ser entendida como o processo pelo qual uma companhia passa a operar além dos mercados locais, expandindo suas operações para países diferentes (PINTO; GOMES, 2010). Neste processo, parte de sua estrutura de negócios passa a depender ou ampliar sua participação em mercados externos, seja através da venda (exportação direta ou representação); compra (importação de insumos e componentes); realização de investimentos produtivos ou logísticos; captação internacional de financiamento de capitais, ou ainda através da associação contratual com parceiros internacionais, nas suas mais diversas modalidades. As empresas internacionalizadas são aquelas que estão inseridas em um ambiente de negócios internacional e não mais apenas em seu mercado de origem.

Embora intimamente associadas, as tendências de internacionalização e globalização não se confundem: o conceito de globalização está mais associado ao processo geral de aumento do volume, velocidade e interdependência dos fluxos econômicos internacionais de mercadorias, de capitais, de informação e de tecnologia. Esse processo associado é sustentado pela rápida disseminação de novas tecnologias de informação, comunicação e transporte. A globalização econômica também está associada às mudanças nas esferas institucionais e regulatórias, seja nacionais, internacionais ou multilaterais, no sentido de maior liberdade de circulação de fatores.

Já a internacionalização está associada ao processo de expansão geográfica das atividades de empresas até então, baseadas nacionalmente. Além disso, esse processo de

expansão internacional não é recente, já sendo conhecida algumas adesões relevantes desde os anos 1950, quando empresas americanas multinacionais iniciaram um forte processo de expansão geográfica de atuação.

Nesse sentido, a atual onda de internacionalização de empresas oriundas de economias emergentes, representaria a quinta geração de internacionalização na economia mundial, e por isso apelidadas de *late movers*[5]. As quatro gerações anteriores foram as seguintes: a primeira aconteceu nos primórdios do comércio internacional, do renascimento até a metade do século XIX, momento da chamada segunda Revolução Industrial; na segunda geração, a internacionalização foi baseada na revolução dos transportes acontecida no final do século XIX, com os navios e trens a vapor e o *laissez-faire*[6] liberal; já a terceira onda de internacionalização deu-se na era das multinacionais americanas, a partir de 1945, baseada especialmente na atuação de empresas automotivas e petroleiras; a quarta geração por sua vez, ocorreu no final do século XX, dentro do ambiente da globalização, com o advento dos novos países industrializados, concentrados sobretudo, no sudoeste asiático, e centrada na tecnologia da comunicação (LACERDA, 2004).

Outra característica do movimento de internacionalização promovida por estas empresas *late movers*, oriundas das grandes economias emergentes, seria o fato de, em sua grande maioria, serem empresas maduras, que cresceram em grandes mercados protegidos, além de utilizarem intensamente recursos naturais ou mão de obra intensiva. Essas empresas possuem ainda baixos diferenciais tecnológicos e gerenciais e a característica de acessarem os mercados globais pela primeira vez já em um ambiente de constituição de redes corporativas globais e de maior grau de institucionalização do comércio internacional. Em geral, contam com algum grau de apoio governamental. Além do atrativo das oportunidades e da consolidação natural da participação externa, estas empresas fogem das turbulências da economia doméstica, imatura em alguns pontos. Nesse sentido, possuiriam características *late comers* ou retardatários que se aproveitam do efeito positivo inicial da abertura de "janelas de oportunidade", o que tem despertado o debate sobre a sustentabilidade do processo. Essas empresas passaram de exportadoras para investidoras externas, seja na forma de *joint-ventures*, aquisições ou abertura de subsidiárias. (LACERDA, 2004).

---

[5] Segundo Bianchi (2012), *early movers* são os primeiros competidores a ingressarem em um mercado. Na maioria das vezes, são empresas embrionárias de países desenvolvidos. Já os *late movers*, são empresas advindas de países emergentes que entram em um mercado já composto por outras empresas, encarando a concorrência já estabelecida.

[6] A expressão *laissez-faire* é utilizada como o símbolo do capitalismo, do liberalismo econômico, no sentido de que o mercado deve funcionar livremente, sem sofrer intervenções.

Esta nova onda de investimentos estrangeiros diretos (IED) está associada também ao ambiente financeiro, marcado pela grande abundância de oferta de capitais, acumulados nos mercados financeiros da Europa, Estados Unidos e Japão, em função do clima de incerteza trazido pela crise financeira de 2008, mas sempre à procura de novas oportunidades de valorização. Esta revolução de capitais disponíveis na economia mundial forçou a expansão da oferta de capitais para investimento estrangeiro direto, caracterizando um processo de "financeirização" e globalização corporativa, em que a gestão financeira das tesourarias passa a ter dimensão estratégica, fator que, ao mesmo tempo, multiplica a oferta de financiamento e investimento. A "financeirização" assim tende a gerar mais internacionalização.

Segundo dados da United Nations Committee of Trade and Development[7] (UNCTAD, 2002), o número de empresas transnacionais dobrou em pouco mais de uma década, passando de 37 mil em 1990 para cerca de 70 mil em 2004, comandando cerca de 700 mil filiais em todo mundo.

Do ponto de vista conceitual, para Andersen (1997), a internacionalização de empresas é o processo de adequação das operações econômicas de uma companhia aos mercados internacionais. Já para Ruzzier, Hisrich e Antoncic (2006), a internacionalização consiste na expansão geográfica das atividades econômicas para países diferentes do país de origem. De acordo com Oviatt e McDougall (1999), a internacionalização é caracterizada como o processo organizacional no qual a empresa, ao longo do tempo, inicia suas atividades em mercados externos. Este processo está relacionado com matérias-primas, produtos acabados ou partes da cadeia de valor.

O método de internacionalização pode diferenciar em graus diversos, em termos de funcionários ou ativos investidos com os mercados externos, variando da simples implementação de pequenas estruturas de representação e distribuição, até a constituição de estratégias produtivas em escala transnacional ou até mesmo global.

Em suma, por meio dos conceitos apresentados por Bartlett et al. (1992), Ghoshal e Nohria (1993), Beamish (2003), Hitt et al. (2001) e Hill (2005), é possível classificar as empresas internacionalizadas em quatro tipo diferentes: multinacionais, internacionais, globais e transnacionais, conforme definições descritas no Quadro 1:

[7] Em tradução livre, a Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD) é um órgão criado pela Organização das Nações Unidas (ONU) com o objetivo de acelerar o desenvolvimento econômico de países subdesenvolvidos por meio de negociações realizadas com os países desenvolvidos.

Quadro 1 – Modelo de atuação das empresas

	Empresa Multinacional	**Empresa Internacional**	**Empresa Global**	**Empresa Transnacional**
Orientação estratégica	Respostas às preferências dos consumidores locais, baseada em recursos de inovação local. Fraca integração global. Foco no aumento da receita.	Explorando conhecimento da empresa-mãe pela difusão e geração da inovação. Foco em criar e explorar inovações em base mundial. Alavancar os ciclos de vida dos produtos.	Eficiência global e estratégias de baixo custo por intermédio de operações centralizadas e escala global. Padronização de produtos.	Eficiência global, flexibilidade e aprendizado global simultâneo. Combinação de eficiência, flexibilidade com respostas às necessidades locais e aprendizado simultâneo.
Configuração dos ativos e competências	Ativos e recursos dispersos permitindo as subsidiárias atividades de desenvolvimento e produção. Permite atingir custos e receitas numa base de moeda a moeda de cada país.	Recursos centralizados para facilitar a inovação. Desenvolvimento de inovações como fonte de vantagens competitivas. Matriz da empresa em países tecnologicamente avançados.	Centralização dos ativos no país-sede ou países de baixo custo e busca da escala global. Explora vantagens da curva de experiência. Explora economias por localização.	Dispersa, interdependente e especializada com operações em países de baixo custo e pesquisa em países de ponta. Evita a dependência de uma só região ou país.
Resultados obtidos	Dificuldade no compartilhamento de conhecimento e competências de outras unidades. Inabilidade em realizar economias por localização. Falhas para explorar vantagens dos efeitos da curva de experiência.	Falta de responsividade local. Transfere novos produtos e estratégias para subsidiárias. Centralização do desenvolvimento de produtos na origem. País-sede mantém controle sobre a produção e a comercialização.	Falta de respostas no espectro local. Mundo visto como unidade de análise singular, com produtos vendidos de forma similar. Sistema eficiente centralizado, com operações gerenciadas centralmente.	Explora vantagens da curva de experiência. Explora economias por localização. Incerteza quanto a disponibilidade de matérias-primas, capital e pessoas. Necessidade de responder à demanda global competitiva simultaneamente.
Exemplos de empresas	Unilever, Philips e Nestlé.	IBM, Kellogs, Wal Mart e McDonald's.	Toyota, Canon, Komatsu e Matsushita.	Embraer, GE Medical System, Lenovo e Gazprom.

Fonte: MENEZES; CAMPOS FILHO, 2009, p. 123.

Mesmo havendo uma classificação das empresas em multinacionais, internacionais, globais e transnacionais de acordo com as estratégias escolhidas para a internacionalização ou pela distribuição de suas competências, vale destacar que ao longo do estudo será utilizado o conceito de empresa internacionalizada de maneira ampla, como àquela que expande os seus negócios para além das fronteiras territoriais de seu país de origem.

Bartlett et al. (1992) mencionam que a partir da década de 1980 as companhias estão sendo pressionadas, cada vez mais por resposta local, inovação mundial e eficiência global. Devido à complexidade dessas questões, as companhias devem buscar um modelo transnacional de ação, desenvolvendo a capacidade de responder a todos esses fatores

simultaneamente. Bartlett et al. (1992) também afirmam que as empresas devem construir eficiência global por meio de uma estrutura de ativos mundial especializada nas competências que explorem as vantagens comparativas.

1.1.1 Formas de atuação no exterior

Existem diversas formas de atuação no mercado internacional, dentre elas destacam-se: exportação; *greenfield/brownfiled*; *joint-ventures*; fusões e aquisições; licenciamento; alianças estratégicas e, mais recentemente, o fenômeno das *born globals*. Ribeiro (2012) e Pinto e Gomes (2010) assim descrevem essas formas de atuação:

A exportação é definida como o processo mais elementar de internacionalização, caracterizada pela saída de bens ou serviços de um país de origem para outro. Ela pode ser feita de forma direta, quando a própria empresa efetua a exportação; ou de forma indireta, quando a companhia se utiliza de intermediários para realizar a transação, como uma cooperativa, uma *trading company*[8] ou um consórcio de exportação. O câmbio afeta diretamente as exportações, pois uma valorização na moeda local acarreta em diminuição da competitividade para o exportador: como exemplo, uma taxa de câmbio em que um dólar seja equivalente a dois reais, um produto vendido ao exterior a 10 mil dólares se converte em 20 mil reais. Quando o dólar for equivalente a um real, o exportador possui os mesmos custos de antes, em reais, por isso, deverá cobrar, no mínimo, 20 mil dólares pela mesma quantidade de produtos vendidos antes, aumentando sua chance de perder seus clientes para a concorrência. Ou pode reduzir o preço das mercadorias, acarretando em perda do lucro e risco de falência. Isso sem mencionar que com a moeda valorizada, crescem as oportunidades dos importadores, aumentando assim, a concorrência para os exportadores, afetando diretamente os seus resultados.

Greenfield são caracterizados como os projetos que ainda estão na planta, que ainda serão construídos. Dessa maneira, o investidor injeta seus recursos na construção necessária para a operação, sem deixar de utilizar a marca da empresa já existente no mercado. Por sua vez, *brownfield* é o oposto de uma *greenfield* em que os recursos são destinados a uma estrutura preexistente.

---

[8] *Trading company* é uma empresa que realiza a intermediação de produtos ou serviços entre fabricantes e compradores, em operações de exportação ou importação.

Uma *joint-venture* é uma associação de empresas criada para explorar determinado tipo de negócio, sem que nenhuma delas perca a sua personalidade jurídica. No caso da internacionalização, refere-se quando uma empresa nacional se junta a uma estrangeira com a finalidade de realizarem um investimento em comum. A motivação para a criação de uma *joint-venture* pode ser tanto política (a fim de minimizar impactos causados por legislações locais), quanto estratégica (permitindo acesso facilitado a novas tecnologias), como econômica (reduzindo os custos de produção e neutralizando os efeitos do câmbio).

Uma empresa pode se internacionalizar por meio de fusões e aquisições de companhias do exterior; de alianças e parcerias estratégicas e, também, por meio do licenciamento de produtos estrangeiros.

Recentemente surgiu o fenômeno das "*born global*" - empresas que desde a sua fundação ou poucos anos depois, já estabelecem seus negócios no exterior. "Elas podem assumir negócios no mercado internacional, às vezes sem nenhuma experiência no mercado doméstico, simultaneamente [...] ou pouco tempo depois das operações domésticas serem estabelecidas" (RIBEIRO, 2012).

Em virtude da disseminação de pequenas e novas empresas de base tecnológica (EBT's), boa parte dos estudos da literatura sobre internacionalização tem dedicado grande atenção às empresas *born globals*, porém, estas *born globals* não são restritas somente ao setor de tecnologia.

1.1.2 Enfoques teóricos sobre a internacionalização

Com o objetivo de entender os determinantes da tomada de decisão para a internacionalização das atividades corporativas foram elaboradas teorias para explicar esse processo. As teorias clássicas de internacionalização são divididas em duas perspectivas: a econômica e a comportamental (ANDERSEN; BUVIK, 2002; HEMAIS; HILAL, 2004).

As teorias que possuem enfoque econômico são aquelas em que o processo de internacionalização das empresas acontece de forma racional e visa aumentar o retorno econômico; já as teorias comportamentais caracterizam a internacionalização por meio de atitudes e comportamentos dos tomadores de decisões, ou seja, abordam fatores não-econômicos.

Conforme Hemais e Hilal (2004) as teorias que possuem enfoque econômico são: poder de mercado; internalização; ciclo do produto e paradigma eclético. Já as teorias comportamentais são bastante influenciadas pela escola de Uppsala.

A teoria do poder de mercado propõe que as empresas que ganham poder de mercado doméstico tendem a buscar mercados externos, ou seja, buscam aumentar seu poder e reforçar sua posição de monopólio.

A teoria da internalização defende que as firmas internalizam mercados quando seus custos são inferiores ao custo do mercado. Em um mercado em crescimento, as empresas teriam um padrão de evolução atribuído aos custos e ao crescimento do mercado.

Por sua vez, a teoria do ciclo do produto propõe que as companhias inovem em seus produtos no mercado doméstico e produzam apenas os materiais maduros em países em desenvolvimento, com o intuito de se obter menores custos com maiores retornos.

Já a teoria do paradigma eclético desenvolve a ideia de que as empresas optam pela internacionalização quando possuem vantagens competitivas de localização, internalização ou de propriedades específicas.

Na linha das teorias de internacionalização com enfoque comportamental, a escola de Uppsala aborda três aspectos: a distância psíquica[9], a internacionalização incremental e os *networks*. Por meio desta teoria, a internacionalização acontece de forma gradual, pois está associada à distância psíquica entre países (cultura, idioma), o que faz com que ela aconteça aos poucos e estimulada pela percepção de menor distância cultural entre determinados mercados. Por isso, as empresas buscariam internacionalizar suas atividades em primeiro lugar em países vizinhos ou semelhantes (SILVA; CHAUVEL; BERTRAND, 2010). Rezende (2002) destaca que esse modelo dá ênfase a falta de informação como um grande obstáculo a internacionalização, por isso ela é feita de forma gradativa.

Posteriormente, os conceitos desenvolvidos pela escola de Uppsala evoluíram inserindo a noção de *network,* introduzida por Johanson e Vahlne (1990), que consideram que a empresa deve ser analisada em uma cadeia de relacionamentos, empresariais e pessoais, que irá influenciar na continuidade do processo de internacionalização.

A teoria comportamental desenvolvida pela escola nórdica é considerada uma evolução da teoria da escola de Uppsala e insere a figura do empreendedor como responsável pela busca de novos mercados. O Quadro 2 apresenta um resumo das teorias apresentadas:

---

[9] Com base nas definições de Johanson e Vahlne (1977), a distância psíquica é descrita como os fatores que interferem na comunicação entre o mercado e a empresa. Essa distância pode se manifestar através da educação, do idioma, da cultura, de práticas de negócios, de sistemas políticos, dentre outros.

Quadro 2 – Síntese das principais teorias de internacionalização

Teorias	Classificação	Síntese
Poder de Mercado	Econômica	Empresas se internacionalizam para aumentar seu poder de mercado. É feita basicamente através de investimento direto.
Internalização	Econômica	A decisão de expandir a internacionalização tem relação com a análise dos custos de transação da operação.
Ciclo do Produto	Econômica	Internacionalização para locais em que se possa reduzir custos das empresas.
Paradigma Eclético	Econômica	Empresas se internacionalizam quando possuem vantagens competitivas de propriedade, localização e internalização.
Modelo de Uppsala	Comportamental	Empresas se internacionalizam de forma gradual. Influência da distância psíquica e *networks* na internacionalização.
Escola Nórdica	Comportamental	A figura do empreendedor é importante na internacionalização das empresas.

Fonte: SILVA; CHAUVEL; BERTRAND, 2010, p. 46.

A próxima subseção abordará a internacionalização de empresas no Brasil: como se iniciou o processo e de que forma o país vem atuando no mercado internacional nos dias de hoje.

1.1.3 Internacionalização de empresas brasileiras

Durante as décadas de 1950 e 1960 aconteceu a chamada primeira onda de internacionalização de empresas no Brasil, cabendo as então estatais brasileiras Petrobras e Companhia Vale do Rio Doce ocuparem, primeiramente, o mercado estrangeiro. No Brasil, houve uma atração das multinacionais estrangeiras, principalmente, as que pertenciam ao setor automobilístico. Contudo, esse período foi marcado pelo foco no mercado nacional e intensificação do processo de substituição de importações (FLEURY; FLEURY, 2007).

A segunda onda de internacionalização no Brasil ocorrida entre as décadas de 1960 e 1980 foi marcada por uma forte presença brasileira por meio do qual o país chegou a ocupar o topo do *ranking* de investimento estrangeiro direto dos países em desenvolvimento (COUTINHO; HIRATUKA; SABATINI, 2008). O setor petrolífero manteve seu destaque e novos entrantes, como empresas de engenharia e construção civil, bem como empresas do setor financeiro em busca de captação de empréstimos internacionais, foram fundamentais para o alcance dessa marca. No entanto, os valores investidos internacionalmente eram pouco expressivos em comparação com os investimentos domésticos (RIBEIRO, 2012).

Entre a década de 1980 até meados da década de 1990, a internacionalização de empresas brasileiras foi negativamente afetada por graves crises econômicas internas de

balança de pagamentos, inflação, sucessivas desvalorizações cambiais, taxas de juros domésticas elevadas e instabilidade política no Brasil (COUTINHO; HIRATUKA; SABATINI, 2008).

Com as reformas instituídas a partir de meados da década de 1990 – abertura da economia, privatizações de empresas públicas, desregulamentação e estabilidade de preços a partir da implantação do Plano Real – houve uma reestruturação da indústria brasileira e um aumento da competitividade, ocasionando não só em um grande incremento do investimento brasileiro direto (IBD) no exterior como também em um grande receptor de investimento estrangeiro, em diversos setores.

A partir da década de 2000, iniciou-se a chamada terceira onda de internacionalização com o crescimento do comércio mundial aliado à apreciação do câmbio (ALEM, 2010) e o surgimento de empresas denominadas *born globals*. O Brasil está sendo favoravelmente inserido nesse contexto devido às melhorias nos preços das *commodities*[10], em que possui forte competitividade, principalmente por parte de grandes empresas brasileiras no exterior (RIBEIRO, 2012). A partir disso, o IBD passou a representar um dos principais fatores de mudança estrutural do setor privado nacional (COUTINHO; HIRATUKA; SABATINI, 2008).

Segundo dados da UNCTAD (2010), o Brasil vem se destacando como o principal investidor na América Latina, passando de US$1 bilhão entre 1991 e 2000, para US$28 bilhões em 2006. Em 2009, mesmo com a crise mundial, o estoque de investimento brasileiro direto no exterior chegou a patamares de US$158 bilhões, quase três vezes maior que o apresentado em 2003.

Com o ambiente externo e interno cada vez mais favorável a internacionalização, as empresas brasileiras ampliaram seus investimentos no exterior, motivadas especialmente pelo ambiente dos setores em que atuam, como consta no Quadro 3:

[10] *Commodities* são produtos homogêneos, básicos e de amplo consumo que são produzidos em larga escala e comercializados a nível mundial. Existem quatro tipos de *commodities*: agrícolas (soja, trigo, algodão), minerais (petróleo, alumínio, prata), financeiras (títulos públicos, moedas) e ambientais (créditos de carbono).

Quadro 3 – Motivos da internacionalização das empresas brasileiras

Motivos da Internacionalização	Empresas	Setor
Manter as taxas de crescimento	Odebrecht, Camargo Corrêa, Andrade Gutierrez, Queiroz Galvão	Engenharia e Construção Civil
Reestruturação do setor	Gerdau, Usiminas, CSN	Siderúrgicas
	DHB, Sabó, Embraco	Fabricantes de autopeças
Acompanhar a consolidação internacional do setor	Votorantim, Camargo Corrêa	Cimento
Investir no exterior em instalações comerciais e de distribuição e armazenagem visando dar apoio a suas atividades de exportação	Companhia Vale do Rio Doce	Mineração
	Perdigão, Sadia	Alimentos
	Duratex, Eucatex	Chapas de madeira
	Hering, São Paulo Alpargatas	Têxtil e de calçados
	Weg, Romi	Máquinas e Equipamentos
	Embraer	Aeronaves
	Portobello	Cerâmica
	Tramontina	Utensílios
Acesso a capitais baratos	Votorantim	Cimento
Acesso a matérias-primas.	Companhia Vale do Rio Doce	Mineração
	Petrobras	Petróleo
Acesso a tecnologia e know-how	Oxford Cerâmica	Cerâmica
	Petrobras	Petróleo
Acesso a recursos e ativos estratégicos como canais de distribuição	Gradiente	Máquinas e Equipamentos
	Sadia	Alimentos
Desejo de crescimento por já terem conquistado elevada parcela do mercado nacional	Weg, Marcopolo	Máquinas e Equipamentos

Fonte: MACADAR, 2009, p. 14.

Cada empresa possui um ou diversos motivos específicos que determinaram a internacionalização de seus processos tais como o acesso a novas tecnologias, a capitais mais vantajosos e também com o objetivo de ampliarem seu mercado de atuação. Dentre os determinantes de internacionalização, destaca-se a criação de instalações em território estrangeiro com o intuito de apoiar as já existentes atividades de exportação, com o maior número de empresas e maior diversificação dentre os setores.

1.1.4 Riscos e oportunidades na internacionalização de empresas

Com os mercados cada vez mais globalizados e o aumento da competitividade, uma opção para as empresas está na internacionalização de suas operações. Contudo, o processo de internacionalização é marcado por riscos e oportunidades que devem ser levadas em consideração ainda no plano estratégico de entrada nos mercados internacionais.

Dentre as principais oportunidades, destacam-se:

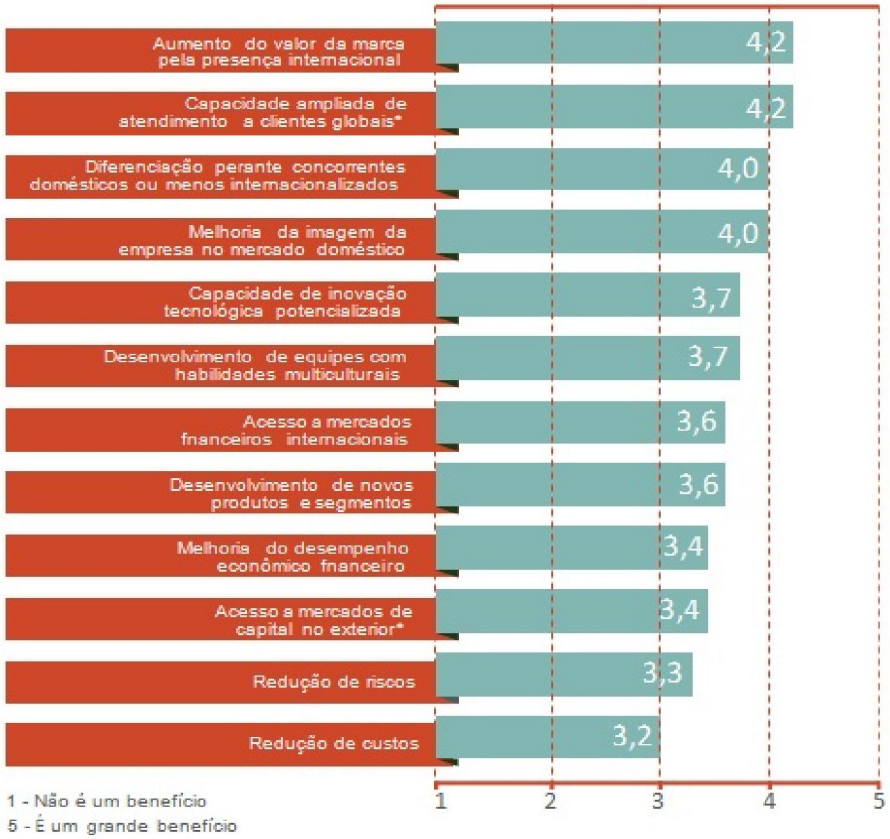
> [...] a internacionalização permite às firmas, ainda, **proteção contra taxas cambiais desfavoráveis**; diluição de riscos pela diversificação de mercados; acesso facilitado aos sistemas de comercialização de países receptores do investimento – melhor conhecimento do atacado e varejo local -; acesso a capital de baixo custo (ou menor custo que no país de origem); menor dependência do mercado interno; rápida adaptação aos produtos ofertados a mercados específicos; maior disponibilidade financeira para reinvestimentos na produção e na inovação (BRASIL, 2009, grifo nosso).

Além desses benefícios, outro fator importante diz respeito à criação de postos de trabalho, não só no país para onde serão direcionados os investimentos (no caso de instalação de fábricas) como também no país de origem que passará a necessitar de mão de obra especializada na expansão do negócio.

Dentre as oportunidades na internacionalização dos negócios destaca-se a proteção mediante taxas cambiais desfavoráveis, pois uma empresa pode optar por um determinado país para o início de seu processo de internacionalização devido a um favorecimento pelas taxas de câmbio desse mesmo país, em detrimento de outros, ou ainda "fugir" de seu país de origem em face de câmbios que não sejam benéficos para a manutenção de suas atividades.

Uma pesquisa realizada em 2012 pela Fundação Dom Cabral com as empresas brasileiras mais internacionalizadas demonstrou que os principais benefícios visualizados por essas empresas foram o aumento do valor de suas marcas internacionalmente e a ampliação de sua capacidade de atender a clientes globais, como pode ser visto na Figura 1:

Figura 1 - Benefícios da internacionalização para as empresas



Fonte: FUNDAÇÃO DOM CABRAL, 2012, p. 14.

Contudo, as empresas investidoras também devem atentar para os riscos inerentes em qualquer processo de mudança. Na visão de Anthony e Govindarajan (2008), existem três obstáculos principais na internacionalização de empresas, a saber: as diferenças culturais, o preço de transferência e as taxas de câmbio.

Segundo Reis (2012), as diferenças culturais são as variáveis mais importantes que influenciam o controle gerencial dentro de uma companhia internacionalizada. Quanto maior for o número de países em que essa organização estiver inserida, maiores serão as diferenças culturais a que essa empresa estará exposta.

O preço de transferência também deve ser analisado quando da internacionalização, para isso levando em consideração a tributação, as regulamentações governamentais, as tarifas, o controle de divisas, dentre outras.

As taxas de câmbio, por sua vez, tem um potencial significativo para influenciar os resultados não só das empresas globais, como também das empresas com grandes correntes de comércio, visto que a variação de valor das diferentes moedas, nos diferentes momentos das operações internacionais, pode, por si só, ocasionar significativas variações na

competitividade e nos resultados dessas operações. Maior a dependência de cada empresa internacionalizada, seja no nível das receitas, dos custos e preços dos insumos, do endividamento ou do acesso ao financiamento, maior será a exposição dessas empresas ao risco do tipo cambial, e mais condicionados estarão, em tese, os seus resultados econômicos a essa variação do câmbio. Valorizações ou desvalorizações na moeda de origem podem provocar variações no poder de compra dos investimentos estrangeiros diretos. As companhias internacionalizadas enfrentam exposições a este risco econômico e, com o intuito de minimizar esses riscos, elas optam por realizar estratégias de *hedging*[11] cambial.

Diversos autores como Faria (2010), Unfer (2010) e Feldman (2010), estudaram o impacto da exposição cambial no retorno das ações de empresas brasileiras como Vale, Petrobras e Gerdau, respectivamente. Através da análise dos dados coletados pelos autores, pôde-se afirmar que essas companhias sofrem algum tipo de impacto quando da valorização ou da desvalorização do câmbio, nas suas operações.

Outros autores estudaram as dificuldades encontradas pelas empresas internacionalizadas como na pesquisa de Silva (2010) em que foram analisadas duas organizações distintas sendo os maiores problemas encontrados relacionados a diferenças culturais, o que ocasionava conflitos dentro da organização.

Já no estudo de Pinto e Gomes (2010) foram comparados os processos de internacionalização para o México dos restaurantes Spoleto e China in Box e os resultados encontrados na pesquisa apontaram que ambas as empresas iniciaram suas atividades internacionais através de parcerias com outras empresas. No que diz respeito às dificuldades, o Spoleto indicou problemas no controle das operações, enquanto o China in Box aponta a dificuldade em encontrar matérias-primas e ajuste do cardápio para atender aos hábitos locais.

Machado (2011) analisou um conjunto de empresas exportadoras da Paraíba e concluiu que elas utilizaram conceitos das teorias clássicas comportamentais em seus processos de internacionalização, percebendo, portanto, a necessidade de analisar as percepções, atitudes e o comportamento dos tomadores de decisões em detrimento de uma análise apenas econômica.

Silva (2012) comparou empresas internacionalizadas no Brasil, Canadá, Irã e Líbano e percebeu que nas empresas brasileiras as variáveis cultura e clima organizacional foram os componentes que mais afetaram o desempenho das empresas.

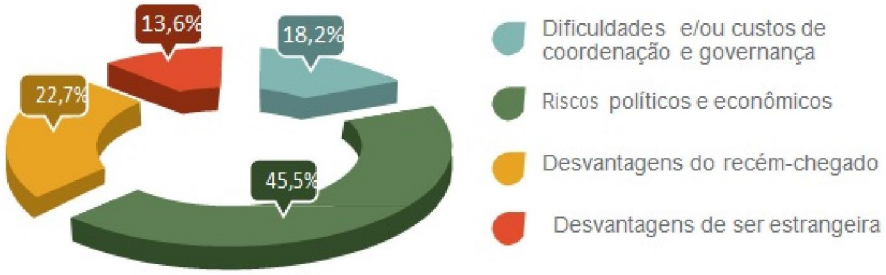
---

[11] Realizar uma operação de *hedge* significa realizar um investimento com o objetivo de eliminar ou reduzir o risco de uma determinada transação, caso ocorram alterações nas taxas de câmbio.

Ribeiro (2012) por meio de um estudo realizado com 1.000 empresas de base tecnológica (EBT's), concluiu que a integração em cadeias produtivas globais é o fator que melhor discrimina a internacionalização das EBT's *born globals*, nos dias de hoje.

Em sua pesquisa com as empresas internacionalizadas, a Fundação Dom Cabral observou que quase a metade dos participantes (45,5%) apontaram os riscos políticos e econômicos como a principal dificuldade quando da internacionalização das empresas, como pode ser visto na Figura 2:

Figura 2 - Principais desafios da internacionalização



Fonte: FUNDAÇÃO DOM CABRAL, 2012, p. 17.

Cada companhia apresenta vantagens e desvantagens específicas quando do processo de internacionalização. Todavia, Merchant (1998) aponta cinco dificuldades que devem ser levadas em consideração como a estrutura, o preço de transferência, a assimetria internacional, a distância e o câmbio, conforme disposto no quadro abaixo:

Quadro 4 – Dificuldades apresentadas por Merchant no controle gerencial das organizações internacionalizadas

Dificuldades	**Motivos**
Estrutura	A organização apresenta três dimensões: funcionais, por linha de produto e geográfica. A dimensão geográfica requer adaptação do controle gerencial à cultura do país, enquanto a funcional admite mudanças na forma como a empresa atua e a dimensão por linha de produto sugere mudanças aos produtos considerando o novo mercado de atuação.
Preço de transferência	A organização pode apresentar dificuldades ao elaborar o preço de transferência, ocasionada pela taxa de câmbio e fatores administrativos.
Assimetria internacional	Ocorre entre a matriz e as filiais internacionalizadas. A administração central pode "engessar" as filiais internacionalizadas limitando ações.
Distância	Distância, língua e o fuso horário entre a matriz e as filiais internacionalizadas dificultam a visita e a comunicação da administração central.
Câmbio	O câmbio dificulta a avaliação dos negócios internacionalizados.

Fonte: PINTO; GOMES, 2010, p. 70.

Dentre as dificuldades apresentadas no Quadro 4, destaca-se o câmbio, pois o mesmo interfere diretamente nos resultados não só das filiais, como no resultado consolidado das matrizes, o que ocasiona em dificuldades na avaliação dos negócios. As subseções seguintes

abordarão sobre os regimes cambiais adotados no Brasil e o seu impacto na internacionalização dos negócios de empresas brasileiras.

1.2 Câmbio

O câmbio é uma das principais variáveis da performance internacional, podendo tanto contribuir para a aquisição de ativos num contexto de moeda local valorizada, como gerar dificuldades para as empresas internacionalizadas (MARTINS, 2012) ao impactar diretamente não só na tomada de decisão dos investidores como também na real avaliação do negócio.

As empresas internacionais tal como as empresas domésticas, devem aplicar seus recursos em projetos que proporcionem maior retorno aos acionistas e obter financiamentos com o menor custo possível. Porém, em companhias internacionalizadas, as opções de financiamento e investimento são mais amplas dado que o mercado de atuação dessas empresas é expressamente maior. Dessa maneira, como Martins (2012, p. 4) menciona, as decisões de investimento e financiamento de empresas internacionalizadas estão baseadas em três abordagens básicas: exportar/importar fundos domésticos para as unidades do exterior; emprestar/investir no país em que se situa o investimento; ou emprestar/investir num terceiro país.

Com o objetivo de facilitar essas transações em moeda estrangeira, existe o mercado de câmbio definido como "o ambiente onde se realizam as operações de câmbio entre os agentes autorizados [...] e entre estes e seus clientes, diretamente ou por meio de seus correspondentes" (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2012).

O mercado de câmbio não possui uma sede física: é um mercado de balcão onde os operadores financeiros transacionam através de centrais de computadores, telefones ou outros meios de comunicação, com outros operadores situados nos principais bancos comerciais e de investimento pelo mundo todo.

No mercado de câmbio, há três tipos de transações: a vista, a termo e *swap*. Suas definições são as seguintes:

a) **A vista** – envolvem negociações com a taxa de câmbio corrente, para liquidação em dois dias. Esta taxa de câmbio chama-se taxa de câmbio a vista;
b) **A termo** – é um acordo sobre taxas de câmbio hoje para serem liquidadas no futuro, geralmente entre 1 e 52 semanas. Esta taxa é denominada taxa de câmbio a termo;

c) ***Swap*** – "é a venda (compra) de uma moeda estrangeira com um acordo simultâneo de recompra (revenda) da moeda numa data futura" (MARTINS, 2012, p. 6). A taxa *swap* é a diferença entre o preço de venda (compra) e o preço de recompra (revenda).

Quando se realizam operações entre moedas distintas, o risco cambial é a decorrência natural dessas transações, dado que os valores das moedas envolvidas sobem e descem continuamente. Para se proteger contra essas flutuações, os investidores optam por fazer *hedging*.

Hedge cambial é uma forma de proteção contra a (des)valorização cambial onde um determinado agente econômico repassa o risco de sua atividade a outro agente, na esperança de um melhor resultado. Para as empresas expostas a volatilidade do câmbio é essencial à realização de operações de *hedge* para se protegerem contra os riscos cambiais.

A fim de exemplificar a importância do *hedge* nas atividades de uma empresa internacionalizada, segue o exemplo de uma joalheira que fabrica e exporta suas mercadorias ao mercado exterior: a mesma encontra-se exposta ao risco cambial já que a venda de suas mercadorias está diretamente ligada ao mercado externo. Com o objetivo de reduzir seus riscos, essa empresa realiza então contratos futuros de ouro. Dessa maneira, caso haja uma valorização do preço do metal, a companhia ganha em suas atividades operacionais e perde nas financeiras. Todavia, caso o preço do ouro caia, ela perderá em termos operacionais e ganhará em termos financeiros. É uma forma da companhia prever o impacto de uma elevação ou de uma queda no seu resultado, reduzindo suas incertezas.

Para melhor entender essas operações financeiras, serão abordados nos capítulos seguintes os regimes cambiais existentes e sua importância na economia brasileira.

1.2.1 Regimes cambiais

O regime cambial adotado por um país é de extrema importância, pois ele é o responsável pelo equilíbrio e estabilidade dos capitais. Como definem Carvalho et al. (2000, p. 409):

> Um regime cambial é definido, fundamentalmente pela regra estabelecida para a formação da taxa de câmbio. Outras regras também são importantes para determinar o *modus operandi* do mercado de câmbio e as relações entre este e o mercado monetário, cabendo destacar aqui as regras relativas ao grau de conversibilidade da

> moeda doméstica, isto é, o grau de liberdade que os residentes de um país têm para adquirir moeda estrangeira com moeda doméstica para diferentes finalidades.

No sistema monetário internacional[12] existem dois sistemas cambiais principais que regem o mercado financeiro: o de taxas de câmbio fixas e o de taxas de câmbio flutuantes. No entanto, ao longo desses dois extremos existem diversas outras taxas de câmbio alternativas (umas mais próximas das taxas de câmbio fixas, outras mais próximas das flutuantes) denominadas como sistemas cambiais alternativos ou arranjos cambiais (STRINGHINI, 2002, p. 15).

O sistema de câmbio fixo é aquele em que há uma relação fixa entre o câmbio e uma determinada mercadoria ou moeda. A instalação desse regime é feito mediante decisão governamental e sua manutenção compete à autoridade monetária, intervendo por meio da compra e venda de moeda estrangeira, de acordo com as necessidades locais.

Carvalho et al. (2000) destacam algumas experiências de sistema de câmbio fixo: o padrão-ouro internacional (1873-1913; 1925-31); os experimentos do conselho de moeda realizados em Hong Kong (desde 1983), na Argentina (1991-2001) e na Estônia (desde 1993); e mais recentemente o euro[13].

Dentre as vantagens de um sistema de câmbio fixo está a rápida estabilização da moeda, uma expectativa de desvalorização cambial reduzida a zero, visto que há uma forte intervenção por parte do governo e o desenvolvimento da produção e do emprego. Contudo, uma das principais desvantagens desse sistema está na perda de reservas e crises cambiais como define Stringhini (2002, p. 17): "se estas condições de sustentabilidade não estiverem reunidas, os capitais tenderão a defluir do país e as reservas diminuirão, forçando a que se abandone à paridade cambial existente".

Já o sistema de taxas de câmbio flutuantes (ou flexíveis) é caracterizado por uma livre relação entre as demandas e as ofertas no mercado cambial, diferentemente do sistema de taxas fixas, que necessita da intervenção do governo.

O sistema de câmbio flexível concede maior grau de independência à política monetária doméstica, pois ele é determinado exclusivamente pelas forças do mercado. Contudo, esse regime também está altamente exposto à inflação, caso prevaleça à indisciplina fiscal e monetária.

---

[12] Gonçalves et al. (1998) definem o sistema monetário internacional como um conjunto de convenções e regras que regulam as relações financeiras entre os países.

[13] Criado em 1999, o euro surgiu a partir da união monetária de países europeus e hoje é a moeda utilizada por 17 países desse continente.

1.2.1.1 Regimes cambiais intermediários

Além dos sistemas de taxas de câmbio fixos e flutuantes existem também alguns regimes intermediários que ora tendem para as taxas fixas, ora tendem para as taxas flutuantes, são eles: flutuação suja (*dirty-floating*); bandas cambiais (rastejante e deslizante); minidesvalorizações (*crawling peg*); câmbio fixo ajustável (sistema Bretton Woods); conselho de moeda (*currency board*); e dolarização plena (*full dolarization*).

O regime de flutuação suja (*dirty-floating*) é o mais próximo do sistema de câmbio flexível, pois a taxa de câmbio é determinada livremente pelo mercado, contudo o governo pode realizar intervenções esporádicas, para alcançar a política almejada.

Nas bandas cambiais o Banco Central determina o ponto central e a amplitude (que é a variação acima ou abaixo do ponto central) da banda na qual o governo não irá intervir. A banda rastejante apresenta uma regra pré-estabelecida, onde o ponto central e a amplitude são ajustados de acordo com a inflação. Já na banda deslizante, não há uma regra pré-estabelecida e seus pontos são ajustados indefinidamente pelo Banco Central.

O regime das minidesvalorizações, ou *crawling peg* como também é chamado, é um regime onde a taxa de câmbio é reajustada constantemente de acordo com algum indicador de mercado, como por exemplo, a inflação. O objetivo principal da adoção desse regime é manter o câmbio em níveis constantes.

A princípio, no câmbio fixo ajustável, a taxa de câmbio é mantida fixa, contudo ela pode ser ajustada caso haja interesse por parte da autoridade monetária.

Já no conselho da moeda há uma entidade responsável por definir uma regra de emissão de moeda, onde a mesma só poderá ser emitida caso haja um equivalente em aquisição. Esse regime foi adotado pela Argentina entre os períodos de 1991 e 2000.

Na dolarização plena (*full dolarization*) a moeda doméstica não é forte o suficiente para se manter e por isso, é substituída por outra mais estável, em geral, o dólar. Como a relação entre moeda local e estrangeira inexiste é possível afirmar que, nesse regime, há uma ausência de política cambial e monetária.

Para melhor visualizar as características de cada regime cambial, segue Quadro 5 com os seus principais conceitos:

Quadro 5 – Regimes cambiais e suas principais características

Regimes Cambiais	**Características**
Câmbio Fixo	Há uma relação fixa entre o câmbio e uma mercadoria ou moeda; sua implementação é feita mediante decisão governamental.
Câmbio Flutuante (ou Flexível)	Há uma livre relação entre as demandas e as ofertas no mercado cambial; é determinado exclusivamente pelas forças do mercado.
Flutuação Suja (*dirty-floating*)	A taxa de câmbio é determinada pelo mercado, porém pode haver intervenções esporádicas por parte do governo.
Bandas Cambiais	O Banco Central determina o ponto central e a amplitude permissíveis onde a taxa de câmbio pode percorrer, sem intervenções.
Minidesvalorizações (*crawling peg*)	A taxa de câmbio é reajustada constantemente por algum indicador externo, como a inflação.
Câmbio Fixo Ajustável	A taxa de câmbio é mantida fixa, todavia ela pode ser ajustada pelo governo.
Conselho da Moeda	Há uma entidade responsável por emitir moeda; a emissão de moeda é feita de acordo com a aquisição da mesma.
Doalrização Plena (*full dolarization*)	Quando a moeda de um país é fraca para se manter, ela é substituída por outra de maior força, geralmente o dólar; ausência de política cambial e monetária.

Fonte: A autora, 2014.

A seguir, será descrita a trajetória cambial do Brasil, os seus impactos sobre a economia local e a internacionalização das empresas.

1.2.2 Trajetória cambial do Brasil

Os regimes cambiais adotados no Brasil sempre foram determinados pelo Banco Central, por isso, para Zini Júnior (1995), no país é adotado o Monopólio Cambial onde somente esta entidade possui força legal para efetuar transações estrangeiras ou autorizar que outros agentes o façam.

A partir de 1968, adotou-se no Brasil o regime de minidesvalorizações cambiais por dois motivos: em primeiro lugar, para evitar as especulações contra a moeda doméstica, já que na década de 70 a inflação doméstica era superior a internacional; e em segundo lugar, essa política tinha como objetivo estabilizar a remuneração do exportador, ajudando a aumentar o fluxo de exportações.

Até 1983, a política das minidesvalorizações consistia em desvalorizar a moeda brasileira pela diferença entre a inflação doméstica (medida pelo Índice Geral de Preços – IGP) e a internacional. De acordo com Zini Júnior (1995, p. 30):

> A política das minidesvalorizações consistia em desvalorizar a taxa de câmbio nominal em intervalos frequentes e a taxas pequenas, corrigindo a taxa de câmbio pelo valor da diferença entre a inflação doméstica e a inflação internacional (denominado critério de manutenção da paridade relativa do poder de compra). A ideia de "minis" é simplesmente que haja uma política de administrar pequenas

> mudanças na taxa de câmbio, a fim de evitar mudanças abruptas no valor da moeda doméstica.

Entre 1968 e 1983 os intervalos entre as desvalorizações eram de três a dez dias. De 1984 a fevereiro de 1986, a frequência aumentou, passando para desvalorizações pré-anunciadas diárias no final de 1985.

A partir de 1985, tentou-se a implementação de diversos planos econômicos no país ligados à política cambial, como o Cruzado, Bresser, Verão e Collor e Feijão com Arroz.

Em 1986, o Plano Cruzado congelou os preços e a taxa de câmbio numa tentativa de segurar a inflação o que acabou levando à erosão das reservas internacionais e a decretação de moratória da dívida externa em 1987. O plano seguinte, o Plano Bresser, desvalorizou a taxa real em 9,5% e retomou o sistema de minidesvalorizações. O plano Feijão com Arroz manteve as desvalorizações, porém de forma mais acentuada. O Plano Verão por sua vez, voltou a congelar a taxa, retomando ao câmbio fixo e mais uma vez erodindo as reservas. E por fim, o plano Collor aliado a uma política de abertura comercial, adotou o câmbio flutuante, porém, ao afirmar que interferiria caso necessário, deixou implícita a opção pela flutuação suja. Porém, logo em seguida retomou-se o regime de câmbio fixo ajustável até a implementação do Plano Real em 1993 (MARINHO, 2003).

Em maio de 1993, adotou-se o Plano Real com a posse do então Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso. Seus objetivos principais eram o ajuste fiscal, a âncora cambial e a reforma monetária.

Após o ajuste fiscal e a implantação do real, era necessário controlar a inflação, para isso, controlou-se a taxa de câmbio como âncora nominal da economia.

O Plano Real adotou diversos regimes cambiais: flutuação cambial pura, taxa de câmbio fixa, banda deslizante e banda rastejante. Após o abandono das bandas cambiais, adota-se no Brasil dos dias atuais, o regime de flutuação suja, havendo esporádicas intervenções governamentais. O Brasil adota então, o regime de metas de inflação, passando assim, a ser a nova âncora nominal da economia brasileira (MODENESI, 2005).

1.2.3 Incentivos à Internacionalização no Brasil

As reformas introduzidas no Brasil na década de 1990 como a estabilização dos preços a partir da implantação do Plano Real, a abertura da economia, a privatização de empresas

públicas e a ancoragem cambial, com a apreciação do câmbio gerando certa vantagem frente à produção estrangeira, contribuíram para a competitividade de empresas brasileiras no exterior.

Contudo, não foram apenas essas reformas que incentivaram as companhias brasileiras a se internacionalizarem: foram adotadas também uma série de ações importantes por parte do governo como o programa de formação de agentes de comércio exterior, os encontros de comércio exterior, as linhas de financiamento para as exportações, a simplificação de procedimentos de operações de comércio exterior, o programa Alerta Exportador do INMETRO e o programa de inteligência comercial do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior da Apex-Brasil (TEIXEIRA, 2006, p. 4).

Importante destacar que a forte participação do investimento brasileiro no exterior tem motivado a criação de políticas públicas de incentivo, contudo, elas não estão sendo direcionadas apenas à forma tradicional de internacionalização (exportação), mas também ao incentivo de novas parcerias, fusões e aquisições entre empresas.

O Banco Nacional do Desenvolvimento Social (BNDES) tem sido um importante incentivador da internacionalização de empresas brasileiras através da reformulação das condições de financiamento dessas companhias. Em 2002, o BNDES criou o Programa de Apoio a Investimentos de Empresas Brasileiras de Capital Nacional no Exterior, com o intuito de financiar investimentos nas áreas de logística, comercialização, apoio a exportações, infraestrutura de serviços, instalação de unidades produtivas no exterior e na formação de *joint-ventures*. O programa exigiu mudança no estatuto do BNDES (IGLESIAS; VEIGA, 2002).

A criação da Resolução BNDES nº 1.189 de 19 de julho de 2005, constituiu um marco no estímulo de políticas públicas na internacionalização de empresas de capital nacional. Essa resolução teve como objetivo "estimular a inserção e o fortalecimento de empresas de capital nacional no mercado internacional, [...], através do apoio a investimentos ou projetos a serem realizados no exterior, sempre que contribuam para promover as exportações brasileiras".

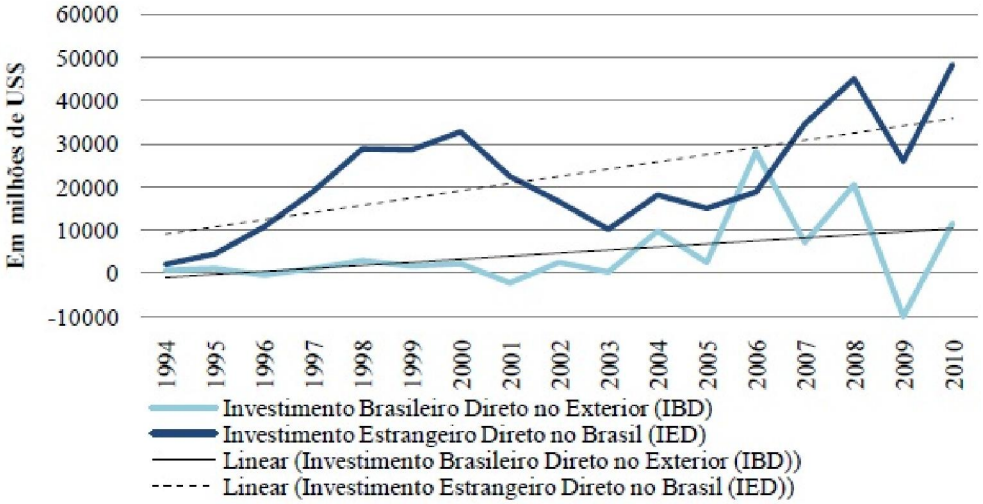
A primeira operação contratada pela Resolução BNDES nº 1.189 foi a compra de 85,3% da empresa Swift Armour, o maior grupo no setor de carnes e embutidos da Argentina, pelo frigorífico Friboi S.A., por meio de um financiamento no montante de US$ 80 milhões. Também financiado pelo banco, mas em uma operação de menor vulto, a Cooperativa Agroindustrial Lar obteve financiamento para realizar a construção de uma unidade de beneficiamento de grãos no Paraguai.

Outras ações por parte do governo brasileiro também são visíveis, como em 2005 quando a Apex-Brasil promoveu a participação de 15 mil empresas brasileiras em 550 eventos

internacionais, gerando aproximadamente US$ 20 bilhões em negócios, especialmente com países árabes. Investiu-se também na criação de Centros de Distribuição de Produtos Brasileiros no Exterior, o primeiro deles em funcionamento em Miami, Estado Unidos. O objetivo destes centros é facilitar a inserção de empresas brasileiras que estejam iniciando seus negócios naquele país, por meio de apoio para liberação de mercadorias, depósito, sala de reuniões e assessoria para contratação de serviços locais.

Esses incentivos por parte do governo brasileiro, tanto à entrada quando à saída de investimento direto, tem elevado o fluxo de investimentos brasileiros em patamares sem precedentes: o fluxo de capitais brasileiros no exterior em 2010 foi o terceiro maior desde 1994, como mostra o Gráfico 1 abaixo:

Gráfico 1 – Brasil: fluxos de investimentos diretos



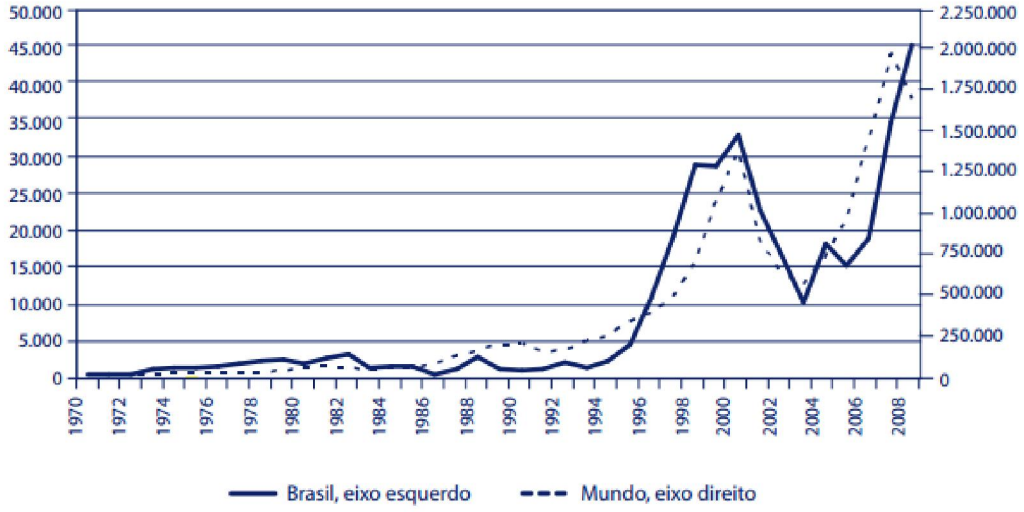
Fonte: FUNDAÇÃO DOM CABRAL, 2011, p. 2.

Já o investimento brasileiro direto no exterior ultrapassou US$ 48 bilhões, atingindo seu número recorde desde 1994. Através da análise do gráfico acima, é possível verificar também que não só os fluxos de capital brasileiro como também os investimentos estrangeiros no Brasil tendem a manter um crescimento acentuado nos próximos anos. Ao mesmo tempo, é possível observar concordância entre os movimentos de IED e IBD ao longo do período. Os crescentes valores de investimentos no exterior mostram que as empresas brasileiras incorporam a competição em nível global às suas estratégias de longo prazo (FUNDAÇÃO DOM CABRAL, 2011).

Interessante notar também tanto o comportamento do investimento estrangeiro direto (IED) no Brasil como o comportamento do investimento brasileiro direto (IBD) no exterior

seguem o mesmo padrão verificado não só nas economias emergentes, como também na economia mundial como um todo, com picos em 1997, queda ao redor de 2001, recuperação a partir de 2003, novo pico em 2008, acentuada retração em 2009 e discreta recuperação a partir de 2010 (UNCTAD, 2012), o que pode ser verificado no Gráfico 2:

Gráfico 2 – IED entrada no Brasil e no mundo (US$ milhões)



Fonte: GONÇALVES, 2011, p. 12.

No Gráfico 3 encontra-se a relação existente flutuações no índice Ibovespa e flutuações nas taxas de câmbio:

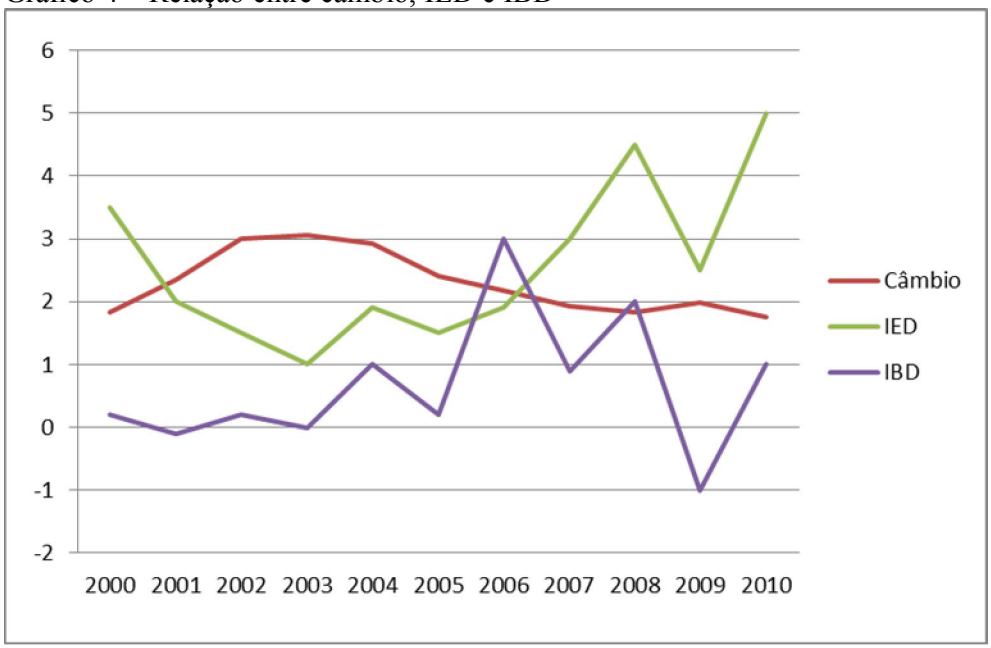
Gráfico 3 – Relação entre Ibovespa e câmbio

Fonte: www.dadosdabolsa.com.

Através da análise do Gráfico 3 é possível verificar a correlação negativa existente entre o Ibovespa e o câmbio: todas as vezes em que o Ibovespa alcança marcas mais altas, como em 2008, o câmbio por sua vez alcança patamares mais baixos. E o inverso também acontece, o que indica que há uma correlação negativa entre esses dois índices.

No Gráfico 4 é possível verificar a relação entre as flutuações cambiais e o investimento estrangeiro direto e o investimento brasileiro direto no exterior:

Gráfico 4 – Relação entre câmbio, IED e IBD



Fonte: Dados da FUNDAÇÃO DOM CABRAL, 2011, p. 2.

Dessa forma, verifica-se que entre os anos 2000 e 2003 ocorreu uma retração dos investimentos estrangeiros no Brasil, acompanhando uma tendência de toda economia mundial, como pode ser verificado no Gráfico 3, dada às instabilidades não só na economia, como na política mundiais. Essa tendência mundial também verificada no Brasil de menores investimentos estrangeiros diretos pode ter sido acentuada em função pelo momento de incertezas gerado pela sucessão eleitoral e de possível mudança de governo (fim do mandato do então presidente Fernando Henrique Cardoso e início da era Lula da Silva).

Nota-se também que em 2006 há um aumento acentuado do investimento brasileiro direto no exterior: fato único na história da economia brasileira quando os investimentos brasileiros superam os investimentos estrangeiros.

Através da análise do Gráfico 4, percebe-se que o câmbio não mantém uma relação direta com o IED, mas apenas com o IBD, pois em períodos que o câmbio se aprecia no

Brasil, especialmente entre 2003 e 2008, os investimentos aumentam, tanto IED como IBD. Esse comportamento seria esperado no caso do IBD, uma vez que a valorização do real promove um barateamento dos ativos internacionais e, assim, da constituição de capital no exterior. Entretanto, o mesmo movimento de valorização do real provoca um encarecimento dos ativos locais para o investimento estrangeiro. Entretanto, aparentemente, esse encarecimento cambial dos ativos locais, da ordem de 50% ao longo do período, foi relevado pelos investidores internacionais em nome, talvez, de aspectos estratégicos, como, por exemplo, posicionamento de mercado numa economia emergente com boas perspectivas de crescimento.

Dessa forma, a hipótese inicial do trabalho parece sustentar-se, uma vez ratificada a prerrogativa geral de que haveria correlação entre as variações ocorridas na taxa de câmbio (valorização do real) e o aumento do investimento brasileiro direto no exterior, o que sinalizaria a perspectiva de aumento de competitividade das empresas brasileiras internacionalizadas. Em tese, essa situação de valorização da moeda brasileira, acompanhada na prática por aumento dos investimentos brasileiros no exterior e por ganhos de competitividade, deveria gerar entre os investidores da bolsa brasileira uma percepção de oportunidade de valorização, com esperado aumento nos retornos das ações das empresas brasileiras internacionalizadas.

2 METODOLOGIA

Nesta seção são descritos os procedimentos utilizados para desenvolver a pesquisa, contemplando os instrumentos de coleta de dados e os procedimentos metodológicos, a fim de analisar o impacto da variação do câmbio nas empresas brasileiras internacionalizadas. Além disso, também são definidos os modelos estatísticos utilizados nos dados.

2.1 Tipologia da Pesquisa

Segundo Silva (2003), a escolha da metodologia varia de acordo com o problema que está sendo investigado e os objetivos mencionados na pesquisa. Dessa maneira, de acordo com as definições de Gil (2002), as pesquisas devem ser classificadas com base em seus objetivos de três maneiras distintas: exploratórias, descritivas e explicativas.

Dito isso, essa pesquisa pode ser caracterizada como descritiva, pois como afirma Gil (2002), "pesquisas descritivas são aquelas que visam descobrir a existência de associações entre variáveis". Vergara também define que (2007, p. 47), "a pesquisa descritiva expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno. Pode também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza".

Dessa maneira, busca-se nesse estudo analisar estatisticamente se há correlação entre as variáveis retorno da ação da empresa, retorno do mercado e variação do câmbio, nas empresas brasileiras internacionalizadas.

As pesquisas científicas também podem ser classificadas quanto à abordagem do problema em qualitativas e quantitativas. Diehl (2004) afirma que a pesquisa qualitativa é aquela na qual se busca uma relação entre a realidade e o objeto de estudo possibilitando o entendimento das mudanças nos indivíduos. Já a pesquisa quantitativa é aquela que pode ser traduzida em números, utilizando-se de métodos estatísticos.

Dessa forma, nesse estudo serão utilizados os recursos da abordagem quantitativa, por meio de métodos estatísticos de análise de correlação e análise de regressão linear múltipla, pois a razão para se conduzir uma pesquisa quantitativa é descobrir quantas pessoas de uma determinada população compartilham uma característica ou um grupo de características (LAKATOS; MARCONI, 2003). No caso dessa pesquisa, busca-se verificar se determinada

variação na taxa de câmbio impacta no retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas.

2.2 Hipótese de Pesquisa

As hipóteses de pesquisa são questões testáveis, supostas e prováveis, e que, por sua vez, devem ser levadas à verificação a fim de responder a questão de pesquisa (LAKATOS; MARCONI, 1991; GIL, 2002).

Variações nas taxas de câmbio podem ser caracterizadas tanto como estímulos positivos, quanto negativos, para a decisão de internacionalização de uma determinada empresa. Quando a moeda local se valoriza, consequentemente os ativos estrangeiros se tornam mais baratos, estimulando a saída de investimentos brasileiros para além das fronteiras territoriais. Ao mesmo tempo, não só os ativos estrangeiros ficam mais baratos como as estratégias alternativas de investimentos, como exportação direta, ficam mais caras: já que o preço da exportação se prejudica com a valorização do câmbio, adquirir ativos estrangeiros se torna uma boa opção, com o câmbio valorizado (custo de oportunidade[14]).

Com o câmbio desvalorizado ocorre o inverso: os ativos estrangeiros encarecem, as exportações se tornam mais competitivas e consequentemente os investidores perdem o apelo a investir fora do país. Desse modo, parece haver uma correlação positiva entre as flutuações do câmbio e a saída de investimentos brasileiros ao exterior, acarretando em uma maior internacionalização dos negócios locais.

Como cenário inicial desse estudo, pressupõe-se que dada uma variação no câmbio, a variação no retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas deveria acompanhar o mesmo ritmo, pois a valorização da moeda nacional aumentaria a percepção dos investidores em relação ao poder de compra dos investimentos. Aumentando a possibilidade de mais investimentos, abre também a oportunidade para a empresa redirecionar suas estratégias: ela vai poder ter acesso a novos mercados, depender menos da exportação, incorporar novas e mais aprimoradas tecnologias, adquirir novas empresas, ou seja, a empresa abre a oportunidade de operar competitivamente em outro mercado. Em suma, a

[14] De acordo com Vasconcelos (2011, p. 29) custo de oportunidade "é o grau de sacrifício que se faz ao optar pela produção de um bem, em termos da produção alternativa sacrificada", ou seja, é o custo incorrido pela escolha de algo em termos de renúncia de outro, não necessariamente implicando em dispêndio monetário.

internacionalização, como abordado no referencial teórico, representa a abertura de novas oportunidades para uma competitividade mais elevada em função da valorização da moeda local.

Desse modo, sustentado pelo referencial teórico e correlacionado ao objetivo da pesquisa, que busca analisar o impacto da variação cambial sobre o retorno das ações das principais empresas brasileiras internacionalizadas, as seguintes hipóteses foram levantadas:

H_0 (hipótese nula): Variações na taxa de câmbio não afetam o retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas.

H_1 (hipótese alternativa 1): Variações na taxa de câmbio afetam o retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas.

2.3 População e Amostragem

Para o alcance do objetivo da pesquisa, foram selecionadas as companhias que compõem o *ranking* realizado pela Fundação Dom Cabral (FDC), publicado em 2012.

A FDC é um centro de pesquisa em estratégia internacional que desde 2005, elabora um *ranking* de internacionalização das empresas e franquias brasileiras categorizadas pelos ativos, número de funcionários e receita produzidos internacionalmente.

Dessa maneira, foram selecionadas as 47 empresas classificadas pela FDC no *ranking* das empresas mais transnacionais brasileiras de 2012, das quais 3 foram excluídas por serem instituições financeiras e 16 por não serem companhias de capital aberto, dificultando portanto a obtenção de dados referente a elas.

Por fim, o trabalho foi conduzido por meio da análise das 28 empresas, dispostas no Quadro 6, a seguir:

Quadro 6 – Relação das empresas brasileiras internacionalizadas trabalhadas

Número de ordem	Empresa	Posição no *ranking*	Setor
1	JBS Friboi	1º	Alimentos
2	Gerdau	2º	Metalurgia e Siderurgia
3	Metalfrio	4º	Máquinas e Equipamentos
4	Marfrig	5º	Alimentos
5	Magnesita	9º	Extração Mineral
6	Suzano Papel e Celulose	11º	Papel e Celulose
7	Vale	12º	Extração Mineral
8	Weg	13º	Máquinas e Equipamentos
9	Embraer	17º	Aeronaves
10	Marcopolo	19º	Máquinas e Equipamentos
11	Natura	22º	Farmacêutico e Higiene
12	Cia Providência	23º	Petroquímicos e Borracha
13	América Latina Logística	25º	Serviços, Transporte e Logística
14	Petrobras	26º	Petróleo e Gás
15	Minerva	27º	Alimentos
16	Bematech	28º	Comunicação e Informática
17	Ultrapar	33º	Comércio (atacado e varejo)
18	Gol	34º	Aeronaves
19	Randon	35º	Máquinas e Equipamentos
20	Totvs	37º	Comunicação e Informática
21	DHB	39º	Máquinas e Equipamentos
22	Porto Seguro	40º	Seguradoras e Corretoras
23	Oi	41º	Telecomunicações
24	Tegma	42º	Serviços, Transporte e Logística
25	Cemig	44º	Energia Elétrica
26	Portobello	45º	Construção Civil
27	Eletrobras	46º	Energia Elétrica
28	M. Dias Branco	47º	Alimentos

Fonte: A autora, 2014.

Mais da metade das empresas selecionadas para o estudo pertencem a setores como o de alimentos, serviços, transporte e logística, máquinas e equipamentos, extração mineral, energia elétrica, aeronaves, comunicação e informática.

2.4 Desenho da Pesquisa

Com o objetivo de se verificar o impacto da volatilidade do câmbio no retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas, foi utilizado o modelo de regressão linear descrito nos trabalhos de Faria (2010), Unfer (2010) e Feldman (2010), a saber:

$$r_t = \alpha_0 + \beta_0 R_t + \gamma_0 S_t + \mu \qquad (1)$$

r_t = retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas;
R_t = retorno do índice Ibovespa (mercado);
S_t = desvalorização cambial no período;
μ = termo aleatório.

O índice Ibovespa foi escolhido para compor o desenho da regressão devido a sua capacidade de oferecer uma referência adicional ao comportamento das ações das empresas internacionalizadas. Ou seja, além de averiguar a correlação entre variação do câmbio e variação do retorno da ação das empresas, seria importante também correlacionar a variação do valor dessas empresas internacionalizadas com o comportamento geral da Bolsa de Valores, com o intuito de descontaminar o efeito causado pelas variações da Bolsa de maneira geral.

Os dados referente as ações das empresas internacionalizadas, índice Ibovespa e desvalorização cambial foram coletados no banco de dados Economática, na forma de fechamento mensal, no período compreendido em janeiro de 2000 a dezembro de 2012 (ver Anexos A e B).

Para o cálculo da variável retorno real das ações das empresas brasileiras internacionalizadas (r_t), foi apurado o seu logaritmo natural e utilizado o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) como índice de inflação, como pode ser visto na equação a seguir:

$$r_t = LN\ (P_t / I_t) - LN\ (P_{t-1} / I_{t-1}) \qquad (2)$$

P_t = é o preço da ação na data t;
I_t = IPCA.

Já para o cálculo da variável independente retorno real do mercado R_t, quando foi utilizado o índice Ibovespa como índice de mercado, tem a seguinte fórmula:

$$R_t = LN\ (Ibovespa_t / I_t) - LN\ (Ibovespa_{t-1} / I_{t-1}) \qquad (3)$$

$Ibovespa_t$ = índice Ibovespa na data t;
I_t = IPCA.

A variável independente referente à variação cambial ΔS_t foi calculada em função da primeira diferença do logaritmo natural.

3 ANÁLISE DOS DADOS

Nesta seção serão apresentadas as informações obtidas por meio da pesquisa nas empresas brasileiras internacionalizadas. Primeiramente, é apresentada uma breve descrição sobre a história das empresas selecionadas e seu processo de internacionalização. No segundo momento, são apresentados os dados obtidos por meio da análise estatística das variáveis das empresas brasileiras internacionalizadas.

3.1 Descrição das Empresas Internacionalizadas

O *ranking* da Fundação Dom Cabral publicado no ano de 2012, é composto pelas 47 empresas brasileiras mais internacionalizadas, de acordo com os ativos, as receitas e os números de funcionários no exterior que cada uma possui.

Dentre as 47 empresas, foram selecionadas 28 para a realização desta pesquisa os quais os seus dados estão descriminados nas subseções seguintes.

3.1.1 JBS Friboi

A JBS Friboi é uma empresa de processamento de proteína animal, atuando nas áreas de colágeno, biodiesel, alimentos, couro e latas. Fundada em 1953 na cidade de Anápolis, Goiás, a Friboi se internacionalizou em 2005 por meio da aquisição da Swift Argentina. Abriu o seu capital em 2007 e nesse mesmo ano consolidou-se no mercado mundial de carne bovina, através da aquisição da Swift & Company nos Estados Unidos e Austrália.

Hoje em dia, a Friboi está presente em todos os continentes por meio de suas plataformas de produção, e possui escritórios em países como Brasil, Austrália, Itália, Argentina, Uruguai, Paraguai, Estados Unidos, China, México, Rússia, entre outros.

A Tabela 1 mostra os dados obtidos através do cálculo da regressão pelo método dos mínimos quadrados:

Tabela 1 – Regressão JBS Friboi

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,34					
R-quadrado	0,12					
R-quadrado ajustado	0,11					
Erro padrão	8,45					
Observações	157					
ANOVA						
	gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	1467,76	733,88	10,28	0,00	
Resíduo	154	10997,32	71,41			
Total	156	12465,08				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor-P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	-0,144	0,688	-0,210	0,834	-1,504	1,216
Ibovespa	0,360	0,117	3,082	0,002	0,129	0,591
Câmbio	-10,637	16,941	-0,628	0,531	-44,104	22,830

Fonte: A autora, 2014.

O R-quadrado medindo 12% indica o quanto do comportamento das variáveis explicativas (Ibovespa e câmbio) explicam flutuações da variável dependente (retorno da ação da empresa), e não uma relação de causalidade (FÁVERO et al., 2009, p. 353).

Relativizando o R-quadrado e analisando do F de significação do modelo, que no caso da regressão da JBS Friboi, apresentou um valor de 0,00, menor do que o nível de significância de 5%, indica portanto, a significância estatística do modelo proposto.

O teste F, por sua vez, só verifica a significância conjunta das variáveis, não definindo qual ou quais das variáveis são estatisticamente significantes para explicar o comportamento do retorno das ações das empresas internacionalizadas.

Para isso, é preciso analisar o valor-p de cada variável, que no caso da JBS Friboi, a variável Ibovespa apresentou um valor-p de 0,002 permitindo afirmar que cada ponto percentual de crescimento no Ibovespa afeta 0,36% (coeficiente) do retorno da ação da Friboi. Já no caso da variável câmbio verifica-se que a mesma não afeta o retorno das ações da Friboi dado o seu valor-p de 0,531 (0,531 > 0,05 nível de significância).

3.1.2 Gerdau

A Gerdau iniciou suas atividades em 1901 e hoje atua na produção de aços longos comuns, especiais e planos e na reciclagem de sucata em aço. Seus produtos são comercializados em todo o mundo atendendo setores da indústria, construção civil e agropecuária. Ela está listada nas bolsas de valores de São Paulo, Madri e Nova Iorque, com cerca de 140 mil acionistas.

Seu processo de internacionalização deu-se início em 1980 com a aquisição da siderúrgica Laisa, no Uruguai. Durante a década de 1990, foram realizadas outras seis aquisições importantes em países como Canadá, Chile e Estados Unidos.

De acordo com dados obtidos no próprio site da Gerdau, após o início do processo de internacionalização, o volume de produção aumentou consideravelmente: em 1980 eram produzidas cerca de 1,3 milhões de toneladas; em 2008, a Gerdau atingiu a marca de 19,6 milhões de toneladas. A Tabela 2 exibe a regressão com os dados da Gerdau:

Tabela 2 – Regressão Gerdau

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,75					
R-quadrado	0,56					
R-quadrado ajustado	0,55					
Erro padrão	15,08					
Observações	157					
ANOVA						
	gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	44031,90	22015,95	96,81	0,00	
Resíduo	154	35020,32	227,40			
Total	156	79052,22				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	2,583	1,228	2,103	0,037	1,156	5,010
Ibovespa	2,330	0,208	11,180	0,000	1,918	2,742
Câmbio	19,575	30,232	0,647	0,518	-40,147	79,297

Fonte: A autora, 2014.

Na regressão acima, o indicador R-quadrado ajustado sinaliza que as variáveis independentes desse modelo, retorno do mercado e variação da taxa de câmbio, explicam 55% da variação do retorno da ação da Gerdau.

Os resultados apresentados mostram que apenas a variável R_t (retorno do mercado) é significativa ao nível de significância de 5%. Nesse sentido, é possível mencionar que o retorno do mercado afeta o retorno das ações da Gerdau, pois um incremento em 1 no retorno do mercado, aumentaria em 2,33 o retorno da ação da Gerdau, na mesma direção.

Contudo, por meio da estatística utilizada, não é possível mencionar que valorizações ou desvalorizações cambiais impactem no retorno das ações da Gerdau (valor-p = 0,518).

3.1.3 Metalfrio

A Metalfrio Solutions S.A atua no ramo de refrigeração comercial há quase cinquenta anos, tendo como clientes diferentes marcas mundiais de alimentos, bebidas, e comércio varejista.

Seu processo de internacionalização teve início em 2006 com a compra do grupo dinarmaquês Caravell/Derby. Um ano depois, comprou também a mexicana Refrigeración Neto e em 2008, adquiriu 71% da holding turca Senocak. Para isso, a Metalfrio desembolsou cerca de R$ 247 milhões, contudo, essas aquisições foram os responsáveis para que sua receita triplicasse para R$ 783,5 milhões em 2010.

Nos dias atuais, a Metalfrio atua em países como Brasil, Turquia, Rússia e México produzindo equipamentos e distribuindo-os em mais de 80 países.

A Tabela 3 descreve os resultados obtidos da regressão dos dados da Metalfrio:

Tabela 3 – Regressão Metalfrio

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,22					
R-quadrado	0,05					
R-quadrado ajustado	0,04					
Erro padrão	10,44					
Observações	157					
ANOVA						
	gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	868,93	434,46	3,99	0,02	
Resíduo	154	16786,30	109,00			
Total	156	17655,23				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	-0,828	0,850	-0,974	0,332	-2,508	0,852
Ibovespa	0,362	0,144	2,512	0,013	0,077	0,648
Câmbio	12,347	20,930	0,590	0,556	-29,001	53,695

Fonte: A autora, 2014.

Apesar do R-quadrado apresentar um resultado de 5%, o F de significação (0,02) está abaixo do nível de significância de 5%, indicando, portanto, a significância das variáveis conjuntamente.

Dessa maneira, é possível afirmar que a variável retorno do mercado (Ibovespa) afeta o retorno das ações da Metalfrio, pois seu valor-p é de 0,013. Contudo, a variável câmbio não afeta o retorno das ações da mesma empresa pois o valor-p apresentado foi de 0,556.

3.1.4 Marfrig

A Marfrig Alimentos S.A é uma empresa de alimentos atuando nos setores de pecuária de corte, suínos, frangos e ovinos.

Em 2006, adquiriu a AB&P (Argentine Breeders & Packers), empresa argentina especializada em carne de gado angus, dando assim, início ao seu processo de

internacionalização. No mesmo ano, adquiriu também os frigoríficos uruguaios Tacuarembó e Elbio Perez Rodrigues, permitindo o acesso da Marfrig ao mercado estadunidense.

No ano seguinte, em 2007, adquiriu ações da Quickfood, um frigorífico da Argentina responsável por 50% a 60% do mercado de hambúrguer desse país.

Outras aquisições importantes aconteceram no ano de 2008 quando da compra da CDB Meats, empresa de importação e distribuição de alimentos no Reino Unido; e da compra do grupo OSI, que possuía forte atuação no Brasil e no Reino Unido.

Através da internacionalização de seus negócios e da abertura de seu capital na Bovespa, a Marfrig alcançou em 2008 uma receita líquida de R$ 6,2 milhões, registrando um crescimento de 80%.

A Tabela 4 abaixo evidencia os dados de sua regressão:

Tabela 4 – Regressão Marfrig

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,31					
R-quadrado	0,10					
R-quadrado ajustado	0,09					
Erro padrão	9,53					
Observações	157					
ANOVA						
	gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	1502,82	751,41	8,28	0,00	
Resíduo	154	13972,83	90,73			
Total	156	15475,65				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	-0,326	0,776	-0,420	0,675	-1,859	1,207
Ibovespa	0,368	0,132	2,797	0,006	0,108	0,628
Câmbio	-9,981	19,096	-0,523	0,602	-47,705	27,743

Fonte: A autora, 2014.

Mesmo com um R-quadrado de 10%, o F de significação da regressão da Marfrig apresentou um valor de 0,00, evidenciando a significância estatística do modelo.

Por meio da análise da Tabela 4, verifica-se que o retorno do mercado afeta o retorno das ações da Marfrig, pois para cada 1 incremento no Ibovespa, o retorno das ações cresce em 0,368%. Contudo, a variável câmbio não afeta o retorno das ações da companhia.

3.1.5 Magnesita

A Magnesita Refratários S.A, criada em 1939, opera na produção de refratários sílico-aluminosos, aluminosos, cromo-magnesianos e magnesianos.

A abertura de capital da companhia aconteceu na década de 60 e o início de sua internacionalização na década de 90 através da exportação de magnésio sintetizado na Bahia.

Em 2008, a Magnesita adquiriu a LWB Refractories, companhia alemã de refratários básicos aumentando assim, sua presença no mercado europeu, asiático e norte-americano.

A Tabela 5 exibe os dados resultantes da regressão da Magnesita:

Tabela 5 – Regressão Magnesita

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,38					
R-quadrado	0,15					
R-quadrado ajustado	0,14					
Erro padrão	8,02					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	1713,97	856,98	13,31	0,00	
Resíduo	154	9913,44	64,37			
Total	156	11627,41				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	-0,440	0,654	-0,673	0,502	-1,731	0,851
Ibovespa	0,370	0,111	3,337	0,001	0,151	0,589
Câmbio	-15,118	16,085	-0,940	0,349	-46,893	16,658

Fonte: A autora, 2014.

A regressão da Magnesita apresenta um R-quadrado de 15% e um F de significação de 0,00. A variável Ibovespa com um valor-p de 0,001 evidencia uma relação com o retorno das ações da companhia: cada 1% de aumento no Ibovespa afeta 0,37% o retorno das ações da Magnesita. A variável câmbio, por sua vez, não possui relação com o retorno das ações pois seu valor-p foi de 0,349 (0,349 > 0,05 nível de significância).

3.1.6 Suzano Papel e Celulose

A Suzano Papel e Celulose S.A foi criada em 1921 sob a denominação de Leon Feffer Distribuidora de Papel, levando o nome de seu fundador.

Atuando hoje nos ramos de papel, cartão e celulose de eucalipto, a Suzano internacionalizou seus negócios em 2010 por meio da aquisição da FuturaGene, companhia britânica de biotecnologia. Mantém escritórios nos Estados Unidos, China e Suíça, subsidiárias na Argentina e Inglaterra e laboratórios de pesquisa na China e em Israel.

Na Tabela 6 são indicados os resultados da regressão da Suzano Papel e Celulose:

Tabela 6 – Regressão Suzano Papel e Celulose

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,50					
R-Quadrado	0,25					
R-quadrado ajustado	0,24					
Erro padrão	11,25					
Observações	157					
ANOVA						
	gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	6620,79	3310,39	26,15	0,00	
Resíduo	154	19493,73	126,58			
Total	156	26114,51				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	0,194	0,916	0,211	0,833	-1,617	2,004
Ibovespa	1,010	0,155	6,497	0,000	0,703	1,317
Câmbio	37,097	22,555	1,645	0,102	-7,460	81,655

Fonte: A autora, 2014.

Mesmo com um R-quadrado de 25%, a regressão da Suzano Papel e Celulose demonstrou um F de significação de 0,00 propiciando a significância estatística do modelo proposto.

Analisando, portanto, o valor-p das variáveis explicativas Ibovespa (0,000) e câmbio (0,102) verifica-se que apenas o retorno do mercado afeta o retorno das ações da Suzano Papel e Celulose.

3.1.7 Vale

A Vale S.A atua na produção de minério de ferro e níquel. Sediada no Brasil, está presente em 38 países através de explorações, escritórios, operações e *joint-ventures*. Nas atividades de mineração, exploração e/ou projetos logísticos, a Vale está presente, além do Brasil, no Chile, Peru, Colômbia, Paraguai e Argentina.

Seu processo de internacionalização se inicia desde a Segunda Guerra Mundial quando seus produtos eram responsáveis pelas matérias-primas utilizadas na guerra pela Inglaterra e Estados Unidos.

Como o mercado de mineração caracteriza-se basicamente por investimentos de longo prazo, as motivações desse mercado na internacionalização deve-se a busca pelo aumento da exploração/produção, no fortalecimento de seus negócios, na busca de novos mercados para a comercialização de seus produtos e pela maximização de seus investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D).

Um grande marco no processo de internacionalização da Vale foi a aquisição da mineradora canadense Inco. Adquirida por um valor de aproximadamente US$ 19 bilhões de dólares, essa compra foi um recorde na história das incorporações brasileiras, fazendo a Vale saltar de quarta para segunda maior mineradora do mundo.

A compra da Inco também trouxe maior diversificação na fonte das receitas da Vale, pois antes ela era basicamente atrelada a venda de minérios de ferro. Como a Inco era detentora da maior reserva de níquel do mundo, a sua dependência daquele produto tornou-se menor.

Ressalta-se também que o principal mercado consumidor dos produtos da Vale é a China, onde aproximadamente 35% de suas receitas são obtidas. Com a aquisição da Inco, grande parte de sua receita agora provém também dos Estados Unidos, reduzindo sua dependência do mercado chinês.

A Tabela 7 indica os resultados da regressão da Vale:

Tabela 7 – Regressão Vale

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,62					
R-quadrado	0,38					
R-quadrado ajustado	0,37					
Erro padrão	14,46					
Observações	157					
ANOVA						
	gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	19814,62	9907,31	47,38	0,00	
Resíduo	154	32203,40	209,11			
Total	156	52018,03				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	2,423	1,178	2,057	0,041	0,096	4,750
Ibovespa	1,897	0,200	9,491	0,000	1,502	2,291
Câmbio	125,303	28,990	4,322	0,000	68,033	182,573

Fonte: A autora, 2014.

Ainda que a regressão da Vale apresente um R-quadrado de 38%, o F de significação (0,00) é menor que o nível de significância de 5%, indicando a existência do modelo proposto.

Dessa forma, é possível afirmar que as variáveis explicativas Ibovespa e câmbio afetam o retorno das ações da Vale, pois as duas variáveis apresentaram um valor-p de 0,000, menor do que o nível de significância de 5%.

3.1.8 Weg

Em 1961 foi fundada a fábrica de motores elétricos Eletromotores Jaraguá Ltda, na cidade de Jaraguá do Sul, Santa Catarina, que mais tarde atenderia pela denominação de Weg S.A.

Em 7 de junho de 1965, a empresa abriu o seu capital na Bovespa, tornando-se uma sociedade anônima. Sua internacionalização iniciou-se na década de 70, por meio da

exportação de motores elétricos para os países latino-americanos. Ainda no seu processo de internacionalização, em 1991 e 1992 foram criadas suas primeiras subsidiárias no exterior garantindo assim, estruturas próprias de distribuição de seus produtos.

Em 2000, a Weg adquiriu duas fábricas na Argentina e outra no México. No ano de 2002, comprou uma fábrica de motores elétricos em Portugal e outra empresa na China, em 2004. Em 2010, adquiriu o controle da empresa sul-africana ZEST e da fabricante Mexicana Voltran.

Atualmente, possui cinco fábricas no exterior em países como Argentina, Portugal, China e México, além de dez parques fabris no Brasil, e outro na Índia.

A Tabela 8 mostra os dados da regressão da Weg:

Tabela 8 – Regressão Weg

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,26					
R-quadrado	0,07					
R-quadrado ajustado	0,05					
Erro padrão	10,10					
Observações	157					
ANOVA						
	gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	1106,41	553,20	5,42	0,01	
Resíduo	154	15707,50	102,00			
Total	156	16813,91				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	1,268	0,823	1,541	0,125	-0,357	2,893
Ibovespa	0,358	0,140	2,565	0,011	0,082	0,634
Câmbio	0,406	20,247	0,020	0,984	-39,591	40,403

Fonte: A autora, 2014.

Com um R-quadrado de 7%, o F de significação da regressão da Weg apresenta um valor de 0,01 demonstrando assim, a existência do modelo.

Dessa forma, verifica-se que o retorno do mercado afeta o retorno das ações da companhia, pois o valor-p do Ibovespa é de 0,011. Já a variável câmbio não afeta o retorno das ações da Weg, pois apresentou um valor-p de 0,984.

3.1.9 Embraer

Criada em 1969, a Empresa Brasileira de Aeronáutica (Embraer) é uma companhia de capital misto[15] e controle estatal. Atua em todas as etapas da aviação comercial: projeto, fabricação, desenvolvimento, aviação executiva, venda e suporte pós-venda e soluções também para defesa e segurança.

Em 1979, a internacionalização da Embraer iniciou-se a partir da instalação de seu primeiro escritório nos Estados Unidos com a criação da Embraer Aircraft Company com o objetivo de dar suporte aos clientes daquela região.

Atualmente, a Embraer possui unidades produtivas na China e subsidiárias nos Estados Unidos, França, Austrália, China e Cingapura além de ser uma das maiores exportadoras em seu ramo de mercado.

A Tabela 9 abaixo evidencia os resultados da regressão da Embraer:

Tabela 9 – Regressão Embraer

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,54					
R-quadrado	0,30					
R-quadrado ajustado	0,20					
Erro padrão	10,01					
Observações	157					
ANOVA						
	gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	6484,43	3242,21	32,33	0,00	
Resíduo	154	15441,92	100,27			
Total	156	21926,34				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	0,117	0,816	0,144	0,886	-1,494	1,729
Ibovespa	1,088	0,138	7,860	0,000	0,814	1,361
Câmbio	73,302	20,075	3,651	0,000	33,644	112,960

Fonte: A autora, 2014.

[15] Empresa de capital misto é aquela que em sua composição acionária capital público e privado.

A Tabela 9 mostra um R-quadrado de 30% e um F de significação de 0,00 evidenciando, dessa maneira, a significância do modelo de regressão.

Com um valor-p abaixo do nível de significância de 5% (0,000) a regressão da Embraer mostra que o retorno do mercado e o câmbio influenciam no retorno das ações da companhia.

3.1.10 Marcopolo

Fundada em 1949, a Marcopolo S.A é fabricante de carrocerias de ônibus urbanos, rodoviários e micro-ônibus, de forma personalizada. A Marcopolo também controla a MVC Soluções em Plásticos, uma fábrica de componentes plásticos.

Seu processo de internacionalização se baseou na instalação de linhas de produção em países estrangeiros e na abertura de novos mercados. Na década de 90, a companhia abriu diversas unidades fabris na América do Norte, do Sul e na África. Também é responsável pela exportação de produtos em mais de 70 países dentre os quais a França, Alemanha, Espanha, Holanda e alguns países do Oriente Médio, e na transferência de tecnologia para países da Ásia.

Além do Brasil, a Marcopolo possui instalações industriais no México, Colômbia, Argentina, Portugal e África do Sul.

A Tabela 10 mostra os resultados da regressão da Marcopolo:

Tabela 10 – Regressão Marcopolo

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,44					
R-quadrado	0,19					
R-quadrado ajustado	0,18					
Erro padrão	15,54					
Observações	157					
ANOVA						
	gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	8941,11	4470,56	18,50	0,00	
Resíduo	154	37204,58	241,59			
Total	156	46145,70				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	4,555	1,266	3,598	0,000	2,054	7,056
Ibovespa	1,159	0,215	5,395	0,000	0,734	1,583
Câmbio	38,378	31,160	1,232	0,220	-23,178	99,935

Fonte: A autora, 2014.

Por meio da análise da Tabela 10, pode-se verificar um R-quadrado de 19% e um F de significação de 0,00 que evidencia a existência do modelo de regressão.

Verifica-se também que o retorno do mercado influencia no retorno das ações da Marcopolo, pois o valor-p da variável Ibovespa foi de 0,000, mostrando que dado um incremento de 1% no retorno do mercado, as ações variam em 1,159%. Já a variável câmbio não possui relação com o retorno das ações da Marcopolo, pois apresentou um valor-p de 0,220.

3.1.11 Natura

A Natura, fundada em 1969, é uma empresa de cosméticos, higiene pessoal e fragrâncias da América do Sul com um volume de negócios em torno de R$ 2,0 bilhões de reais anuais.

A internacionalização da Natura teve início no ano de 1982 por meio de exportações realizadas para o Chile, Argentina, Peru e Bolívia. Nos anos 2000, começou a operar também na Venezuela, México e Colômbia. Contudo, a internacionalização da Natura não conseguia alavancar da maneira esperada, pois começaram a sofrer com diversos problemas decorrentes de culturas diferentes entre os países.

Somente em 2008, a partir do lançamento da linha Ekos na Europa, sua internacionalização se consolidou e somente neste ano, foi responsável por 5% do seu faturamento.

Na Tabela 11 estão descritos os resultados da regressão da Natura:

Tabela 11 – Regressão Natura

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,33					
R-quadrado	0,11					
R-quadrado ajustado	0,10					
Erro padrão	6,32					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	765,16	382,58	9,59	0,00	
Resíduo	154	6143,21	39,89			
Total	156	6908,37				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	1,332	0,514	2,589	0,011	0,316	2,349
Ibovespa	0,320	0,087	3,672	0,000	0,148	0,493
Câmbio	5,962	12,662	0,471	0,638	-19,051	30,976

Fonte: A autora, 2014.

Apesar do R-quadrado ser de 11%, o F de significação apresentou um valor de 0,00 mostrando assim, a significância do modelo de regressão.

Com um valor-p de 0,000, o retorno do mercado afeta o retorno das ações da Natura. Já o câmbio não afeta o retorno das ações da companhia, pois seu valor-p (0,638) foi superior ao nível de significância de 5%.

3.1.12 Cia Providência

A Companhia Providência Indústria e Comércio atua na fabricação e comercialização de não tecidos, desde 1963.

Sua internacionalização começou por meio da exportação de seus produtos aos países da América Latina na década de 90. Em outubro de 2005, criou dois depósitos de distribuição nos Estados Unidos. Já em 2007, realizou a abertura de seu capital na Bovespa.

Em outubro de 2010, a Cia Providência firmou um contrato de R$ 150 milhões com o BNDES a fim de obter financiamento às suas exportações de produtos.

A Tabela 12 a seguir expõe os resultados obtidos por meio da regressão realizada com os dados da Cia Providência:

Tabela 12 – Regressão Cia Providência

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,28					
R-quadrado	0,08					
R-quadrado ajustado	0,06					
Erro padrão	9,05					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	1042,49	521,25	6,37	0,00	
Resíduo	154	12607,08	81,86			
Total	156	13649,57				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	-0,113	0,737	-0,153	0,878	-1,569	1,343
Ibovespa	0,335	0,125	2,676	0,008	0,088	0,582
Câmbio	-2,508	18,139	-0,138	0,890	-38,341	33,325

Fonte: A autora, 2014.

Com um R-quadrado de 8%, o F de significação da regressão da Cia Providência foi de 0,00, propiciando assim, a existência do modelo.

Dessa forma, é possível afirmar que o retorno do mercado influencia no retorno das ações da empresa, pois foi encontrado um valor-p de 0,008 para a variável Ibovespa. Porém, valorizações ou desvalorizações do câmbio não são capazes de afetar o retorno das ações da Cia Providência, pois o valor-p da variável câmbio (0,890) é menor do que o nível de significância de 5%.

3.1.13 América Latina Logística

Fundada em 1997, a América Latina Logística é uma empresa de serviços logísticos que opera os modais rodoviários e ferroviários de forma integrada.

Como a América Latina Logística atua por meio de concessão, sua internacionalização iniciou-se em agosto de 1999 através da exploração de malhas ferroviárias no centro e nordeste da Argentina. Arrendou os ativos operacionais da empresa Delara, em julho de 2001, ampliando seu mercado para países como Chile, Uruguai e Argentina. Em junho de 2004, abriu seu capital na Bovespa aderindo ao Nível 2 de Governança Corporativa.

A Tabela 13 exibe os resultados da regressão da América Latina Logística:

Tabela 13 – Regressão América Latina Logística

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,30					
R-quadrado	0,09					
R-quadrado ajustado	0,08					
Erro padrão	12,08					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	2242,48	1121,24	7,68	0,00	
Resíduo	154	22480,03	145,97			
Total	156	24722,51				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	0,560	0,984	0,569	0,570	-1,385	2,504
Ibovespa	0,557	0,167	3,337	0,001	0,227	0,887
Câmbio	12,524	24,221	0,517	0,606	-35,325	60,373

Fonte: A autora, 2014.

A Tabela 13 mostra um R-quadrado de 9% e um F de significação de 0,00, evidenciando assim, a significância do modelo de regressão proposto.

Analisando a Tabela 13, é possível verificar que o retorno do mercado afeta o retorno das ações da América Latina Logística, pois a variável Ibovespa apresenta um valor-p de 0,001. O câmbio, por sua vez, não é capaz de influenciar o retorno das ações da companhia, pois apresentou um valor-p (0,606) inferior ao nível de significância de 5%.

3.1.14 Petrobras

Criada em 1953, a Petrobras é uma sociedade anônima de capital aberto, no qual o principal acionista é o governo brasileiro. Atua como uma empresa de energia na exploração, produção, comercialização, refino, transporte de óleo e gás natural, distribuição de derivados, petroquímica e outras fontes de energia.

Os primeiros indícios de internacionalização da Petrobras se deram em 1972 a partir da criação da Petrobras Internacional S.A. – Braspetro, subsidiária no exterior, atuando em pesquisas no Iraque, Colômbia e Madagascar.

Em 1999, comprou duas refinarias bolivianas. A Petrobras atua no setor de refino na Argentina, Estados Unidos e Japão, por meio de subsidiárias nesses países.

Atualmente, a Petrobras está presente em 25 países, comercializando seus produtos nos cinco continentes.

A Tabela 14 exibe os resultados da regressão da Petrobras:

Tabela 14 – Regressão Petrobras

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,72					
R-quadrado	0,52					
R-quadrado ajustado	0,51					
Erro padrão	13,73					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	31302,84	15651,42	83,03	0,00	
Resíduo	154	29030,89	188,51			
Total	156	60333,73				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	1,177	1,118	1,053	0,294	-1,032	3,387
Ibovespa	1,946	0,190	10,254	0,000	1,571	2,321
Câmbio	11,982	27,525	0,453	0,664	-42,394	66,358

Fonte: A autora, 2014.

O indicador R-quadrado (52%) e o R-quadrado ajustado (52%) sinalizam que as variáveis independentes, variação do mercado e variação do câmbio, explicam 52% da variação do retorno da ação da Petrobras.

Os resultados mostram que ao nível de significância de 5% apenas a variável retorno do mercado é significativa (valor-p = 0,000). A estimação também apontou que a ação da Petrobras tem um desempenho próximo ao do mercado, pois para um retorno de 1% neste índice, a ação da empresa teria um retorno esperado de 1,946%.

Já o coeficiente de exposição cambial não foi significativo ao nível de significância de 5% (valor-p = 0,664), indicando, portanto que valorizações ou desvalorizações cambiais não afetam o retorno das ações da Petrobras.

3.1.15 Minerva

Atuando no mercado desde 1957, a Minerva S.A produz e comercializa carne in natura, industrializados e subprodutos de origem bovina.

Sua internacionalização se deu em 2007 através da criação de uma *joint-venture* com a irlandesa Dawn Farms Group, a fim de construírem uma unidade industrial em Barretos, São Paulo, para a produção de carne congelada e cozida.

Na Tabela 15, estão descritos os resultados da regressão da Minerva:

Tabela 15 – Regressão Minerva

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,36					
R-quadrado	0,13					
R-quadrado ajustado	0,12					
Erro padrão	10,52					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	2565,12	1282,56	11,58	0,00	
Resíduo	154	17059,10	110,77			
Total	156	19624,22				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	-0,108	0,857	-0,126	0,900	-1,802	1,586
Ibovespa	0,469	0,145	3,226	0,002	0,182	0,757
Câmbio	-15,354	21,100	-0,728	0,468	-57,036	26,329

Fonte: A autora, 2014.

Apesar de apresentar um R-quadrado de 13%, o F de significação da regressão da empresa Minerva foi de 0,00, o que evidencia a existência do modelo proposto.

Dessa forma, se faz necessário então, analisar a significância das variáveis isoladamente: o retorno do mercado afeta o retorno das ações da Minerva, pois o Ibovespa apresentou um valor-p de 0,002; já a variável câmbio não afeta o retorno das ações da companhia, pois apresentou um valor-p de 0,468.

3.1.16 Bematech

Em 1990 foi fundada a Bematech, empresa provedora de soluções em tecnologia no varejo, especializada no ramo de impressoras matriciais, a partir da aceitação das dissertações de dois engenheiros na Incubadora Tecnológica de Curitiba, Paraná.

O início do processo de internacionalização da Bematech foi em 2001 quando ocorreu a primeira exportação de seus produtos a Bematech Internacional, em Atlanta, nos Estados Unidos. Em 2007, inaugurou suas filiais na Argentina e na Europa, com o objetivo de ampliar os canais comerciais.

A Tabela 16 mostra os resultados da regressão da Bematech:

Tabela 16 – Regressão Bematech

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,24					
R-quadrado	0,06					
R-quadrado ajustado	0,04					
Erro padrão	7,97					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	572,34	286,17	4,50	0,01	
Resíduo	154	9787,19	63,55			
Total	156	10359,53				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	-0,538	0,649	-0,828	0,409	-1,820	0,745
Ibovespa	0,288	0,110	2,617	0,010	0,071	0,506
Câmbio	8,245	15,982	0,516	0,607	-23,327	39,817

Fonte: A autora, 2014.

Apesar de apresentar um R-quadrado de 6%, a regressão da Bematech demonstrou um F de significação de 0,01, evidenciando assim, a significância do modelo.

Com um valor-p inferior ao nível de significância de 5%, é possível afirmar que o retorno do mercado afeta o retorno das ações da Bematech, porém o câmbio não influencia o retorno das ações dessa empresa, pois seu valor-p foi de 0,607, superior ao nível de significância.

3.1.17 Ultrapar

Em 1937 surgiu a Ultrapar, empresa atuante no setor de combustíveis, por meio da Ipiranga e Ultragaz, no segmento de armazenagem para granéis líquidos e na indústria de especialidades químicas, com a Oxiteno.

Sua internacionalização começou em 2003 quando adquiriu a Canamex, empresa mexicana, dando início as operações da Oxiteno México. Entre 2006 e 2007, inaugurou escritórios nos Estados Unidos, Argentina e alcançou também o mercado da Venezuela.

Atualmente está presente em todo o território brasileiro e em países como Venezuela, Bélgica, Argentina, Estados Unidos, Colômbia e China.

Na Tabela 17 abaixo estão demonstrados os resultados da regressão da Ultrapar:

Tabela 17 – Regressão Ultrapar

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,16					
R-quadrado	0,03					
R-quadrado ajustado	0,01					
Erro padrão	3,64					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	55,33	27,66	2,09	0,13	
Resíduo	154	2041,25	13,25			
Total	156	2096,58				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	0,450	0,297	1,519	0,131	-0,135	1,036
Ibovespa	0,101	0,050	2,016	0,046	0,002	0,201
Câmbio	7,428	7,299	1,018	0,310	-6,991	21,846

Fonte: A autora, 2014.

A Tabela 17 com a regressão da Ultrapar mostra um R-quadrado de 3% e um F de significação de 0,13, o que indica que as variáveis independentes do modelo, variação do mercado e variação do câmbio, não explicam o retorno das ações da companhia.

3.1.18 Gol

Há onze anos no mercado, a Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. atua no mercado de aviação com um modelo de negócios baseado em tarifas baixas e custos baixos (*low cost, low fare*).

Inicialmente em 2004, a Gol iniciou suas operações para Buenos Aires e posteriormente para outros países, como Bolívia, Paraguai e Uruguai. Seu sucesso foi dedicado especialmente aos baixos custos nas viagens, já característicos nos voos domésticos e a queda da também companhia de aviação Varig.

A Tabela 18 abaixo mostra os resultados da regressão da Gol:

Tabela 18 – Regressão Gol

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,35					
R-quadrado	0,12					
R-quadrado ajustado	0,11					
Erro padrão	11,11					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	2707,24	1353,62	10,97	0,00	
Resíduo	154	19004,75	123,41			
Total	156	21711,98				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	-0,236	0,905	-0,261	0,795	-2,024	1,552
Ibovespa	0,492	0,154	3,207	0,002	0,189	0,796
Câmbio	-13,766	22,271	-0,618	0,537	-57,761	30,229

Fonte: A autora, 2014.

Mesmo com um R-quadrado de 12%, o F de significação da regressão da Gol é de 0,00, demonstrando a existência do modelo proposto.

Analisando as variáveis independentes separadamente, pode-se afirmar que a variável retorno do mercado afeta o retorno das ações da empresa, pois seu valor-p é de 0,002. O câmbio, por sua vez, não é capaz de afetar o retorno das ações da Gol pois seu valor-p (0,537) é inferior ao nível de significância de 5%.

3.1.19 Randon

Fundada em 1949, a Randon fabrica componentes de veículos comerciais, relacionado ao transporte de cargas.

Com o intuito de diversificar o negócio, a Randon incorporou a empresa Fras-le e fundou a Randon Argentina, iniciando assim, o seu processo de internacionalização. A partir disso, a Randon criou uma série de *joint-ventures* com empresas de outros países, como Alemanha e Estados Unidos, com o objetivo de se firmar no mercado global, exportar com maior facilidade os seus produtos e se tornar líder em seus segmentos.

Na Tabela 19, estão os resultados encontrados a partir da regressão dos dados da empresa Randon:

Tabela 19 – Regressão Randon

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,53					
R-quadrado	0,28					
R-quadrado ajustado	0,27					
Erro padrão	18,01					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	19724,35	9862,17	30,39	0,00	
Resíduo	154	49975,63	324,52			
Total	156	69699,98				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	4,817	1,467	3,283	0,001	1,918	7,716
Ibovespa	1,517	0,249	6,093	0,000	1,025	2,009
Câmbio	2,998	36,114	0,083	0,934	-68,345	74,342

Fonte: A autora, 2014.

A regressão da empresa Randon apresentou um R-quadrado de 28% e F de significação de 0,00 o que mostra a significância do modelo proposto.

Verificando as variáveis independentes isoladamente, é possível afirmar que o retorno do mercado afeta o retorno das ações da Randon, pois a variável Ibovespa apresentou um valor-p de 0,000. É possível afirmar também que o câmbio não afeta o retorno das ações da companhia, pois seu valor-p de 0,934 é superior ao nível de significância de 5%.

3.1.20 Totvs

Com 30 anos no mercado, a Totvs é uma empresa de serviço, tecnologia e software e está presente em 23 países, através de unidades e franquias. Basicamente, atua no desenvolvimento e comercialização de aplicativos ERP, ou sistemas de gestão empresarial.

Em 1997, deu-se início a internacionalização de seus negócios por meio da criação da Microsiga Argentina. Nos anos seguintes, adquiriu diversas companhias em outros países como México e Portugal.

A seguir, estão dispostos os resultados da regressão da Totvs:

Tabela 20 – Regressão Totvs

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,24					
R-quadrado	0,06					
R-quadrado ajustado	0,05					
Erro padrão	7,03					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	474,57	237,29	4,80	0,01	
Resíduo	154	7615,29	49,45			
Total	156	8089,86				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	1,120	0,573	1,954	0,052	-0,012	2,251
Ibovespa	0,275	0,097	2,835	0,005	0,083	0,467
Câmbio	11,610	14,098	0,824	0,411	-16,240	39,459

Fonte: A autora, 2014.

Apesar de apresentar um R-quadrado de 6%, o F de significação da regressão da Totvs é de 0,01, evidenciando assim, a significância do modelo estatístico proposto e das variáveis explicativas conjuntas.

Separadamente, verifica-se que o retorno do mercado influencia no retorno das ações da Totvs, pois dado um incremento em 1% no Ibovespa, o retorno das ações da companhia crescerá em 0,275%. A variável câmbio não possui relação com o retorno das ações da Totvs, pois seu valor-p de 0,411 é superior ao nível de significância de 5%.

3.1.21 DHB

Fundada em 1967, a DHB é uma fabricante de sistemas de direção. Em 1977, tornou-se empresa de capital aberto e iniciou sua internacionalização nos anos 80, a partir da *joint-venture* criada com a empresa Signaw.

Ainda nos anos 80, criou sua primeira subsidiária no exterior, a DHB América, situada em Michigan, Estados Unidos. Nos anos 90, adquiriu a Trinter, fabricante de sistemas de direção na Argentina e também iniciou a exportação de Bombas de Sistemas de direção. Nos anos 2000, intensificou a exportação de outros produtos próprios e investiu na compra de empresas estrangeiras a fim de aumentar o mercado de atuação, como na aquisição da empresa alemã Opel.

A Tabela 21 abaixo expõe os dados da DHB:

Tabela 21 – Regressão DHB

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,08					
R-quadrado	0,01					
R-quadrado ajustado	-0,01					
Erro padrão	22,26					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	519,30	259,65	0,52	0,59	
Resíduo	154	76286,68	495,37			
Total	156	76805,99				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	5,386	1,813	2,971	0,003	1,805	8,968
Ibovespa	0,310	0,308	1,008	0,315	-0,298	0,918
Câmbio	22,125	44,620	0,496	0,621	-66,020	110,271

Fonte: A autora, 2014.

A Tabela 21 apresenta um R-quadrado de 1% e um F de significação de 0,59, o que indica que as variáveis do modelo, variação do mercado e variação do câmbio, não explicam o retorno das ações da DHB.

3.1.22 Porto Seguro

A Porto Seguro S.A., foi fundada em 1945 para atuar no ramo de seguros e resseguros em diversas modalidades.

Somente no ano de 1995, a Porto Seguro iniciou suas atividades no exterior através da Porto Seguro Del Uruguay, no Uruguai, operando sua carteira de automóveis.

A Tabela 22 abaixo demonstra os dados da regressão da Porto Seguro:

Tabela 22 – Regressão Porto Seguro

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,44					
R-quadrado	0,20					
R-quadrado ajustado	0,19					
Erro padrão	6,53					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	1603,75	801,88	18,79	0,00	
Resíduo	154	6572,89	42,68			
Total	156	8176,64				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	0,945	0,532	1,776	0,078	-0,106	1,996
Ibovespa	0,353	0,090	3,907	0,000	0,174	0,531
Câmbio	-15,596	13,097	-1,191	0,236	-41,469	10,278

Fonte: A autora, 2014.

Com um R-quadrado de 20%, o F de significação da regressão da Porto Seguro é de 0,00, o que mostra que as variáveis explicativas, juntas, são significantes para o modelo de regressão.

Analisando as variáveis separadamente, verifica-se que o retorno do mercado afeta o retorno das ações da Porto Seguro, pois o Ibovespa apresentou um valor-p de 0,000. Já o câmbio não é capaz de influenciar o retorno das ações da companhia, pois apresentou um valor-p de 0,236.

3.1.23 Oi

A Oi S.A, criada em 1998, sob a denominação de Telemar, oferece hoje os serviços de telefonia móvel, TV por assinatura, banda larga e transmissão de voz local e de longa distância.

Em 2006, dando início a sua internacionalização, a Oi forneceu serviços de telecomunicações para a estação na Antártida, Comandante Ferraz. Em 2008, a Oi conquistou o mercado de Moçambique com o Oi Futuro, e em 2010 abriu um escritório na Colômbia. Em 2011, foi assinada a aliança entre a Oi e a Portugal Telecom.

Na Tabela 23 estão os resultados da regressão da Oi:

Tabela 23 – Regressão Oi

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,57					
R-quadrado	0,32					
R-quadrado ajustado	0,31					
Erro padrão	17,56					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	22725,83	11362,92	36,84	0,00	
Resíduo	154	47505,33	308,48			
Total	156	70231,16				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	0,081	1,431	0,057	0,955	-2,745	2,908
Ibovespa	1,731	0,243	7,130	0,000	1,251	2,210
Câmbio	28,305	35,211	0,804	0,423	-41,253	97,863

Fonte: A autora, 2014.

A regressão da empresa Oi apresentou um R-quadrado de 32% e um F de significação de 0,00, o que demonstra a existência do modelo proposto.

Com um valor-p de 0,000 é possível afirmar que o retorno do mercado afeta o retorno das ações da companhia, pois um incremento de ponto percentual na variável Ibovespa, afeta em um crescimento de 1,731% no retorno das ações da Oi. O mesmo não é verificado na variável câmbio, pois a mesma apresentou um valor-p de 0,423, superior ao nível de significância de 5%

3.1.24 Tegma

A Tegma é uma companhia de gestão logística e atua também no mercado de veículos novos para a indústria automobilística.

Suas atividades se iniciaram em 1969 e em 2007 abriram seu capital para negociação na Bovespa. Nesse mesmo ano, iniciaram o processo de internacionalização na Venezuela, através da Tegma Venezuela.

A Tabela 24 demonstra os resultados obtidos através da regressão dos dados da Tegma:

Tabela 24 – Regressão Tegma

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,37					
R-quadrado	0,14					
R-quadrado ajustado	0,13					
Erro padrão	8,25					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	1677,24	838,62	12,32	0,00	
Resíduo	154	10479,65	68,05			
Total	156	12156,89				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	0,345	0,672	0,514	0,608	-0,982	1,673
Ibovespa	0,335	0,114	2,938	0,004	0,110	0,560
Câmbio	-20,562	16,538	-1,243	0,216	-53,232	12,108

Fonte: A autora, 2014.

Com um R-quadrado de 14% e um F de significação de 0,00, o modelo proposto na regressão da empresa Tegma é significativo.

Pode-se afirmar que a variável retorno do mercado afeta o retorno das ações da companhia, pois apresentou um valor-p de 0,004. A variável câmbio, por sua vez, não afeta o retorno das ações da companhia, pois seu valor-p foi de 0,216.

3.1.25 Cemig

A Cemig surgiu em 1952, em decorrência da falta de infraestrutura no setor de energia elétrica do estado de Minas Gerais.

Sua internacionalização teve início em 2007 com o ganho da licitação para exploração da região de Charruá e Temuco, no Chile, juntamente com a Cia Técnica de Engenharia Elétrica Alusa. O principal motivador para que a Cemig se internacionalizasse foi a possibilidade de acesso a novos mercados, nesse caso, o Chile.

A fim de verificar a existência de correlação entre variações no câmbio e variações das ações da Cemig foi realizada uma regressão linear com os dados dessa empresa, e os resultados podem ser obtidos através da análise da Tabela 25:

Tabela 25 – Regressão Cemig

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,60					
R-quadrado	0,36					
R-quadrado ajustado	0,35					
Erro padrão	14,58					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	18415,85	9207,93	43,31	0,00	
Resíduo	154	32737,91	212,58			
Total	156	51153,76				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	2,323	1,188	1,956	0,052	-0,023	4,669
Ibovespa	1,456	0,201	7,228	0,000	1,058	1,854
Câmbio	0,728	29,230	0,025	0,980	-57,015	58,471

Fonte: A autora, 2014.

A Tabela 25 acima mostra um R-quadrado de 36% e um F de significação de 0,00, evidenciando a significância estatística do modelo proposto.

Analisando as variáveis explicativas separadamente, é possível verificar que o retorno do mercado afeta o retorno das ações da Cemig, pois seu valor-p é 0,000, logo, dado um aumento de 1% na variável Ibovespa, há um incremento em 1,456% no retorno das ações da Cemig. A variável câmbio não afeta o retorno das ações da companhia, pois seu valor-p de 0,980 foi superior ao nível de significância de 5%.

3.1.26 Portobello

A Portobello S.A tem como principal atividade a criação de revestimentos cerâmicos.

Como fase inicial do processo de internacionalização de seus negócios, a Portobello exportou suas mercadorias aos países da América do Sul, Canadá e Estados Unidos.

A Tabela 26 evidencia os resultados da regressão da Portobello:

Tabela 26 – Regressão Portobello

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,23					
R-quadrado	0,05					
R-quadrado ajustado	0,04					
Erro padrão	16,83					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	2441,11	1220,56	4,31	0,02	
Resíduo	154	43600,53	282,12			
Total	156	46041,64				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	2,080	1,371	1,518	0,131	-0,627	4,778
Ibovespa	0,632	0,233	2,718	0,007	0,173	1,091
Câmbio	28,917	33,732	0,857	0,393	-37,721	95,555

Fonte: A autora, 2014.

Apesar de apresentar um R-quadrado de 5%, a regressão da empresa Portobello demonstrou um F de significação de 0,02, o que demonstra a significação do modelo estatístico proposto.

Analisando separadamente as variáveis explicativas, é possível afirmar que o retorno do mercado afeta o retorno das ações da companhia, pois seu valor-p é de 0,007. Já o câmbio não influencia no retorno das ações da Portobello, pois seu valor-p foi de 0,393.

3.1.27 Eletrobras

A Eletrobras, empresa de capital aberto e controlada pelo governo brasileiro, atua no mercado de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica.

A Eletrobras foi fundada a partir da promulgação da Lei nº 3.890-A, de 25 de abril de 1961, pelo então presidente Jânio Quadros, com a finalidade de promover estudos, projetos de construção, operar usinas e subestações de energia elétrica. As privatizações ocorridas na década de 90 fez com que a Eletrobras perdesse parte de suas funções e mudasse o seu perfil.

Com a Lei nº 11.651, de 07 de abril de 2008, tornou-se possível a atuação no exterior da Eletrobras, de maneira ampla, alterando assim, o âmbito de suas atividades. Contudo, somente em 2010 foram inaugurados os primeiros escritórios da Eletrobras no exterior: no Peru, Chile, Caribe e Panamá.

Na Tabela 27 abaixo estão descritos os resultados da regressão da Eletrobras:

Tabela 27 – Regressão Eletrobras

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,52					
R-quadrado	0,27					
R-quadrado ajustado	0,26					
Erro padrão	21,28					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	25760,48	12880,24	28,19	0,00	
Resíduo	154	70362,81	456,90			
Total	156	96123,29				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	-0,520	1,741	-0,299	0,765	-3,960	2,919
Ibovespa	1,465	0,295	4,961	0,000	0,882	2,049
Câmbio	-52,798	45,852	-1,232	0,220	-137,452	31,856

Fonte: A autora, 2014.

A Tabela 27 da Eletrobras mostra um R-quadrado de 27% e um F de significação de 0,00, evidenciando assim a existência do modelo e de significância das variáveis explicativas.

O retorno do mercado influencia no retorno das ações da empresa Eletrobras, pois seu valor-p (0,000) foi inferior ao nível de significância de 5%. Já o câmbio não afeta o retorno das ações da companhia, pois seu valor-p foi de 0,220.

3.1.28 M. Dias Branco

A história da M. Dias Branco se inicia em 1927, no Ceará, com seu primeiro empreendimento, responsável pela fabricação de biscoitos, pães e macarrão da marca Imperial.

Exportando parte de seus produtos a países estrangeiros, a M. Dias Branco planeja nos próximos anos adquirir novas instalações em países vizinhos.

Com o objetivo de verificar se há ou não correlação entre as variáveis retorno da ação da empresa e variação do câmbio, foi realizada uma regressão estatística com os dados da empresa e os resultados obtidos são apresentados na Tabela 28:

Tabela 28 – Regressão M. Dias Branco

Estatística de Regressão						
R múltiplo	0,28					
R-quadrado	0,08					
R-quadrado ajustado	0,07					
Erro padrão	6,68					
Observações	157					
ANOVA						
	Gl	**SQ**	**MQ**	**F**	**F de significação**	
Regressão	2	606,95	303,47	6,80	0,00	
Resíduo	154	6873,06	44,63			
Total	156	7480,01				
	Coeficientes	**Erro Padrão**	**Stat t**	**valor -P**	**95% inferiores**	**95% superiores**
Interseção	0,816	0,544	1,499	0,136	-0,259	1,891
Ibovespa	0,282	0,092	3,057	0,003	0,100	0,465
Câmbio	4,465	13,393	0,333	0,739	-21,993	30,922

Fonte: A autora, 2014.

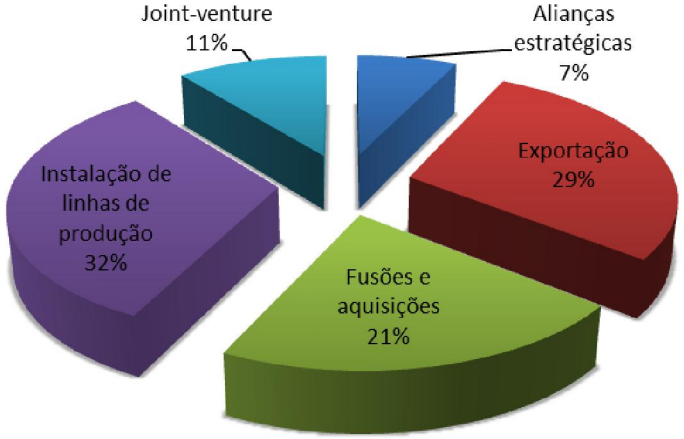
Mesmo com um R-quadrado de 7%, o F de significação da regressão da empresa M. Dias Branco foi de 0,00, evidenciando assim, a significância estatística do modelo proposto.

Analisando separadamente as variáveis explicativas, é possível afirmar que o retorno do mercado influencia no retorno das ações da companhia, pois seu valor-p é 0,003. O câmbio, por sua vez, não afeta o retorno das ações da M. Dias Branco, pois o valor-p de 0,739 é superior ao nível de significância de 5%.

3.2 Início da Internacionalização das Empresas Brasileiras

Por meio da análise do início do processo de internacionalização das empresas brasileiras que compõem o *ranking* realizado pela Fundação Dom Cabral em 2012, foi possível verificar que a maior parte dessas companhias inicia sua internacionalização através da instalação de linhas de produção no exterior, como pode ser verificado no Gráfico 3:

Gráfico 4 – Início da internacionalização das empresas brasileiras



Fonte: A autora, 2014.

Das principais empresas brasileiras pesquisadas, 32% delas iniciam seu processo de internacionalização através da instalação de linhas de produção no exterior; seguida de 29% através de exportações; 21% delas iniciam por meio de fusões e aquisições com empresas estrangeiras; 11% através de *joint-venture* e 7% delas por meio de alianças ou parcerias estratégicas com empresas estrangeiras.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa procurou analisar a importância da variação cambial e também da exposição cambial das empresas brasileiras internacionalizadas e seu impacto sobre a percepção de valor, expressa pela variação no retorno das ações das companhias na Bolsa de Valores, sem considerar o papel do Estado no incentivo a internacionalização das empresa, nem na fixação de taxas de câmbio no país.

A hipótese inicial do trabalho sustentou-se basicamente na premissa de que variações no retorno das ações das empresas internacionalizadas deveriam acompanhar as variações do câmbio, uma vez que as valorizações da moeda nacional tem o potencial de aumentar o poder de compra internacional da empresa, o que abre novas oportunidades de competitividade. Nessa perspectiva, a competitividade gerada pela valorização cambial deveria gerar uma valorização das ações da companhia no mercado local, em função da percepção de oportunidade pelo mercado.

Nesse contexto, a pesquisa teve como objetivo verificar a existência ou não de correlação entre as variáveis: variação do câmbio e variação das ações das empresas brasileiras internacionalizadas. Para isso, foi utilizado como base o modelo estatístico de regressão linear descrito nos trabalhos de Faria (2010), Unfer (2010) e Feldman (2010).

Dessa forma, foram coletadas informações referente às empresas brasileiras internacionalizadas, que compunha o *ranking* elaborado pela Fundação Dom Cabral em 2012. A FDC é um centro de pesquisa especializado em estratégia internacional que elabora anualmente um *ranking* das empresas brasileiras internacionalizadas de acordo com os critérios estabelecidos de receita, ativos e quantidade de funcionários internacionais.

As informações foram coletadas da base de dados Economática e alocadas na fórmula estatística de regressão linear múltipla[16], tendo como variável dependente o retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas e como variáveis independentes o retorno do mercado e as variações do câmbio[17], no período compreendido entre 2000 e 2012.

O período da pesquisa foi escolhido em decorrência do pico de investimento brasileiro ocorrido no ano de 2006: fato e período únicos na história da economia brasileira, ocasião em que as empresas brasileiras realizaram mais investimentos no exterior, do que as empresas

---

[16] A fórmula estatística utilizada foi a seguinte: $r_t = \alpha_0 + \beta_0 R_t + \gamma_0 S_t + \mu$.

[17] Foram utilizadas tanto o logaritmo natural das taxas de câmbio quanto o logaritmo natural das paridades cambiais. Com a utilização de ambas foi encontrado o mesmo resultado na regressão linear múltipla: as variações nas taxas de câmbios não afetam o retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas.

estrangeiras dentro do Brasil. Dessa forma, o intervalo escolhido pretendeu alcançar 6 anos antes e 6 anos depois do marco brasileiro no investimento estrangeiro.

O índice Ibovespa foi escolhido para compor o desenho da regressão devido a sua capacidade de oferecer uma referência adicional ao comportamento das ações das empresas internacionalizadas. Ou seja, além de averiguar a correlação entre variação do câmbio e variação do retorno da ação das empresas, seria importante também correlacionar a variação do valor dessas empresas internacionalizadas com o comportamento geral da Bolsa de Valores, com o intuito de descontaminar o efeito causado pelas variações da Bolsa de maneira geral.

Através da análise da regressão realizada nas 28 empresas brasileiras internacionalizadas, constatou-se que apenas as empresas Gerdau e Petrobras apresentaram um R-quadrado superior a 50%: 56% na primeira, e 52% na segunda.

Como afirma Wooldridge (2003) o R-quadrado é a proporção da variação amostral da variável dependente pelas variáveis independentes, é utilizada como uma medida de ajuste. Contudo, nem sempre deverá ser dada importância demasiada ao R-quadrado, pois devem ser avaliados os modelos econométricos utilizados (WOOLDRIDGE, 2003).

Dessa maneira, quando se trata de regressão linear múltipla, como afirmam Fávero et al. (2009) se faz necessário analisar a significância do modelo estatístico proposto, que é definido pelo F de significação.

Nas empresas analisadas, apenas duas possuíam o F de significação superior ao nível de significância de 5%, Ultrapar e DHB, podendo-se afirmar assim, que as variáveis retorno do mercado e câmbio não são capazes de explicar variações no retorno das ações dessas companhias.

Nas demais empresas, em todas foi possível verificar que o retorno do mercado afeta o retorno das ações das empresas, pois o valor-p encontrado em cada uma delas foi inferior ao nível de significância de 5%.

Com relação ao câmbio, apenas nas empresas Vale e Embraer verificou-se que, tanto valorizações quanto desvalorizações cambiais afetam o retorno das ações dessas companhias.

Diferentemente do que foi exposto nas pesquisas mencionadas de Faria (2010), Unfer (2010) e Feldman (2010) nos quais foram analisadas as companhias Vale, Petrobras e Gerdau, respectivamente, e foi verificada correlação entre a variação do câmbio e o retorno das ações, nesta pesquisa o mesmo não pôde ser constatado, mesmo realizando um desdobramento com essas três empresas, utilizando as mesmas variáveis.

Essa diferença de resultados pode estar relacionada ao período de tempo utilizado: a presente pesquisa utiliza os anos entre 2000 e 2012, enquanto as outras séries iniciam o período de pesquisa em 1995, período em que o nível de internacionalização era bastante reduzido e se limitava a um número bem menor de casos. Com a utilização de um universo maior de análise, 28 empresas ao invés de 3, é possível supor que outras variáveis motivem a tomada de decisão dos investidores. Seja como for, os resultados desta pesquisa podem indicar apenas a existência ou não de correlação entre as variáveis nesse determinado período de tempo.

Com base no que foi exposto, o objetivo de pesquisa foi alcançado, pois foi analisado estatisticamente o impacto das variações cambiais no retorno das ações das principais empresas brasileiras internacionalizadas, no período entre 2000 e 2012.

Dessa maneira, pode-se deduzir que possivelmente outras variáveis causariam um impacto mais determinante na variação no retorno das ações das companhias internacionalizadas, especialmente aquelas ligadas à dimensão estratégica, como apontado pelo levantamento de percepção de oportunidades efetuado pela Fundação Dom Cabral junto aos decisores brasileiros, tais como: aumento do valor da marca da empresa, aproximação e associação às redes produtivas globais, posicionamento estratégico em mercados consumidores, ganho de competitividade em relação aos consumidores locais, aumento da capacidade de acesso a tecnologias e inovação ou ainda redução de riscos através da diversificação geográfica. Nesse sentido, os fatores microeconômicos de redução de custos e de barateamento de ativos através das variações cambiais, mesmo que significativos, poderiam representar um motivador menos determinante para a percepção de oportunidade, tanto para decisores corporativos como para investidores de mercado, ocasionando pouca valorização das ações. Aspectos relativos ao plano estratégico poderiam ser percebidos, tanto por decisores quanto por investidores, como elementos mais decisivos.

Ao mesmo tempo, a valorização das empresas internacionalizadas em bolsa parecem muito mais correlacionadas com o nível geral de valorização do mercado acionário brasileiro do que com as decisões de internacionalização ou de valorização do câmbio. As ações das empresas brasileiras internacionalizadas flutuam de maneira mais correlacionada com as flutuações da bolsa como um todo, independentemente das estratégias internacionais ou da conjuntura do câmbio. De maneira similar, a concordância do comportamento do IBD e do IED no período analisado (como demonstra o Gráfico 1) pode indicar que as decisões de IBD estariam mais relacionadas por tendências globais ou estruturais do investimento internacional direto, tais como a disseminação de cadeias produtivas globais ou a oferta internacional de

capitais para investimento, influenciando mais as decisões de internacionalização do que as flutuações conjunturais do câmbio local.

Dentro do escopo dos objetivos específicos, também foram descritos o início do processo de internacionalização das empresas, nos quais, correlacionando com as definições apresentadas no referencial teórico, averígua-se que a maior parte das empresas brasileiras internacionalizadas (32%) iniciaram seu processo de internacionalização através da instalação de linhas de produção no exterior, seguida de exportações (29%) e de fusões e aquisições (21%) de empresas estrangeiras.

Futuras pesquisas podem acrescentar o levantamento realizado por esse estudo, seja aumentando o período de tempo pesquisado, seja incluindo um número maior de empresas. Além disso, pode tanto incluir outras variáveis que possivelmente causariam impacto no retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas, como também analisar as formas de internacionalização das empresas, do início até os dias de hoje, a fim de verificar como as empresas evoluíram e se essas formas de internacionalização possuem alguma relação com o câmbio. As variáveis de fundo estratégico, e de características de longo prazo, tais como valor da marca, vinculação com redes produtivas globais, posicionamento em mercados consumidores promissores, saltos de competitividade em relação à concorrência local, acesso a tecnologia ou diversificação de risco poderiam representar, na percepção de gestores e investidores, como elementos mais determinantes para aquisição de ganhos de competitividade, de maneira mais intensa que as variáveis microeconômicas, de características de curto ou médio prazos, relacionadas à redução de custos. Os resultados da pesquisa parecem sugerir que essas oportunidades cambiais podem não representar para a percepção de mercado do investidor uma variável competitiva decisiva. Assim, outras variáveis, especialmente aquelas de fundo estratégico, podem ser correlacionadas com a valorização das ações das empresas.

Por último, propõe-se ainda um estudo com objetivo semelhante, porém com o emprego de uma metodologia diferenciada que permita uma interação maior do pesquisador com o objeto da pesquisa (por exemplo, com a aplicação de questionários), nos quais as empresas possam ser envolvidas de maneira mais ativa, nos quais possam ser percebidos não só os motivadores da internacionalização das empresas, como também seus riscos e oportunidades.

REFERÊNCIAS

ACIOLY, Luciana; LIMA, Luis Afonso Fernandes; RIBEIRO, Elton. *Internacionalização de Empresas*: experiências internacionais selecionadas. Brasília: Ipea, 2011.

ALEM, A. *Macroeconomia*: teoria e prática no Brasil. São Paulo: Elsevier, 2010.

ANDERSEN, Otto. Internationalization and marketentrymode: a review of theories and conceptual framework. *Management International Review*, Kiel, v. 37, n. 2, p. 27-42, 1997.

_____.; BUVIK, Arnt. Firm's internationalization and alternative approaches to the international customer/market selection. *International Business Review*, v. 11, n. 3, p. 347-363, June, 2002.

ANTHONY, R. N.; GOVINDARAJAN, V. *Sistemas de controle gerencial*. São Paulo: Atlas, 2008.

BANCO de dados economática. Disponível em: <http://www.economatica.com/pt/>. Acesso em: 15 mar. 2013.

BASSI, Eduardo. *Globalização de Negócios*. São Paulo: Cultura Editores Associados, 1999.

BARTLETT, Christopher et al. *Transnational Management.* Singapore: Mc Graw Hill, 1992.

BEAMISH, Paul et al. *International Management*. Boston: MC Granel Times Custo Publishing, 2003.

BIANCHI, Caio Giusti. Internacionalização de Empresas: *early movers* e *late movers*. *Revista Jovens Pesquisadores*, Rio Grande do Sul, v. 9, n. 2, p. 97-118, jul./dez. 2012.

BRASIL. *Termo de referência:* internacionalização de empresas brasileiras. 2009. Disponível em: <http://www.mdic.gov.br/arquivos/dwnl_1260377495.pdf>. Acesso em: 04 nov. 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Mercado de câmbio – definições*. 2012. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?merccamfaq>. Acesso em: 12 fev. 2013.

CARVALHO, Fernando C. et al. *Economia Monetária e Financeira*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

COUTINHO, L.; HIRATUKA, C.; SABATINI, R. O investimento direto no exterior como alavanca dinamizadora da economia brasileira. In: BARROS, O.; GIAMBIAGI, F. *Brasil globalizado*. São Paulo: Campus, 2008.

DIEHL, Astor Antonio. *Pesquisa em ciências sociais aplicadas*: métodos e técnicas. São Paulo: Prentice Hall, 2004.

FARIA, Daniel Guimarães Pache de. Exposição cambial: o caso da Vale no período de 1995 até 2009. 2010. 45 f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante) – Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

FÁVERO, Luiz Paulo. et al. *Análise dos Dados*: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FELDMAN, Flavio. O impacto da variação da taxa de câmbio sobre o retorno das ações da Gerdau. 2010. 59 f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante) – Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

FLEURY, A. C. C.; FLEURY, M. T. L. *Internacionalização e os países emergentes*. São Paulo: Atlas, 2007.

FUNDAÇÃO DOM CABRAL. *Ranking das Transnacionais Brasileiras 2012*: os benefícios da internacionalização. Disponível em: <http://www.fdc.org.br/pt/Documents/2012/ranking_transnacionais_brasileiras2012.pdf>. Acesso em 13 fev. 2013.

FUNDAÇÃO DOM CABRAL. *Ranking das Transnacionais Brasileiras 2011*: crescimento e gestão sustentável no exterior. Disponível em: <http://www.fdc.org.br/hotsites/mail/relatorio_transnacionais/relatorio_ranking_2011_final.pdf>. Acesso em 14 fev. 2013.

GHOSHAL, Sumantra; NOHRIA, Nitin. Cavalos em Pistas de Corrida: formas Organizacionais de Companhias Multinacionais. *Sloan Management Review*, Cambridge, v. 3, 1993.

GIL, Antonio Carlos. *Como Elaborar Projetos de Pesquisa*. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GONÇALVES, Reinaldo. *Impacto do Investimento Estrangeiro Direto sobre Renda, Emprego, Finanças Públicas e Balanço de Pagamentos*. Brasília: CEPAL, 2011.

GONÇALVES, Reinaldo et al. *A Nova Economia Internacional*: uma perspectiva brasileira. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

HEMAIS, Carlos A.; HILAL, Adriana. Teorias, paradigmas e tendências em negócios internacionais: de Hymer ao empreendedorismo. In: HEMAIS, Carlos A. (Org.). *O Desafio dos Mercados Externos*: teoria e prática na internacionalização da firma. v. 1. Rio de Janeiro: Mauad, 2004.

HILL, Charles. *International Business*. Washington: McGraw-Hill Higher Education, 2005.

HITT, Michael et al. *Strategic Management*: Competitiveness and Globalization. Ohio: South Western College Publishing, 2001.

HOPKINS, Terence K.; WALLERSTEIN, Immanuel. Commodity Chains in the WorldEconomy prior to 1800. *Review*, v. 10, n. 1, Verão 1986 , edição de aniversário.

IBOVESPA x dólar. 2013. 1 gráfico. Disponível em: <http://www.dadosdabolsa.com/Ibovespa%20x%20Dolar> . Acesso em: 28 dez. 2013.

IGLESIAS, Roberto Magno; VEIGA, Pedro da Motta. Promoção de Exportações via Internacionalização das Firmas de Capital Brasileiro. In: PINHEIRO, Armando Castelar;

MARKWALD, Ricardo; PEREIRA, Lia Valls (orgs). *O Desafio das Exportações*. Rio de Janeiro: BNDES, Dezembro de 2002. 1ª edição.

JOHANSON, Jan; VAHLNE, Jan-Erik. The mechanism of internationalization. *International Marketing Review*, v. 7, n. 4, p. 11-24, London, Winter, 1990.

JOHANSON, Jan; VAHLNE, Jan-Erik. The internationalization process of the firm – a model of knowledge development and increasing foreign market commitments. *Journal of international business studies*, v. 8, n. 1, p. 23-32, 1977.

LACERDA, A. C. *Globalização e investimento estrangeiro no Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2004.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. *Fundamentos de Metodologia Científica*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MACADAR, Beky Moron Barmaimon de. A internacionalização de grandes empresas brasileiras e as experiências do Grupo Gerdau e da Marcopolo. *Ensaios FEE*, Porto Alegre, v. 30, n. 1, Maio 2009.

MACHADO, Márcio André Veras. Tipologia do processo de internacionalização de empresas exportadoras do estado da Paraíba. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, Rio de Janeiro, v. 6, n. 2, p. 73-89, jul./dez. 2011.

MARINHO, Henrique Jorge Medeiros. *Política cambial brasileira*. Brasília: Aduaneiras, 2003.

MARTINS, Orleans Silva. *Finanças Internacionais*. 2012. 48 p. Disponível em: <http://minhaturma02.blogspot.com.br/>. Acesso em: 08 jan. 2013.

MENEZES, José Dario da Conceição; CAMPOS FILHO, Luiz Alberto Nascimento. Transnacionais Brasileiras: motivadores e resultados do processo de internacionalização da Vale. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 1, p. 118-141, jan./jun. 2009.

MERCHANT, K. A. *Modern management control systems*: text & cases. New Jersey: Prentice-Hall, 1998.

MODENESI, André de M. *Regimes monetários*: teoria e a experiência do real. São Paulo: Manole, 2005.

OVIATT, B.; McDOUGALL, P. A framework for understanding accelerated international entrepreneurship. In: RUGMAN, A.; WRIGHT, R. (Orgs.) *Research in global strategic management*: international entrepreneurship. Stamford, CT: JAI Press Inc, 1999. . p. 23-40.

PINTO, Leonardo José Seixas; GOMES, Josir Simeone. Dificuldades encontradas na internacionalização dos negócios para o México: um estudo comparativo entre o restaurante Spoleto e a rede China in Box. *Revista Ambiente Contábil*, Natal, v. 2, n. 2, p. 67-78, jul./dez. 2010.

REIS, João Carlos Damasceno. O controle de gestão de bancos múltiplos que atuam no Brasil: estudo do impacto da internacionalização e da convergência aos padrões internacionais

de contabilidade. 2012. 206 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Administração e Finanças, Universidade Estadual do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

REZENDE, Sérgio Fernando L. Gradualismo e descontinuidade em processos de internacionalização. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 37, n. 1, p. 39-50, jan./mar., 2002.

RIBEIRO, Fernanda Cecília Ferreira. *Born Globals brasileiras:* estudo da internacionalização de empresas de base tecnológica. 2012. 250 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

RUZZIER, M.; HISRICH, R. D.; ANTONCIC, B. SME internationalization: past, present and future. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, v. 13, n. 4, p. 476-497, 2006.

SEBRAE. *Metodologia de Desenvolvimento de Arranjos Produtivos Locais*: Projeto Promos – SEBRAE – BID: versão 2.0. Brasília: SEBRAE, 2004.

SILVA, Antonio Carlos Ribeiro da. *Metodologia da Pesquisa Aplicada à Contabilidade:* orientações de estudos, projetos, relatórios, monografias, dissertações, teses. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

SILVA, Adriane Fagundes Sacramento da. *Consideração do elemento cultural no desenho do controle de gestão das empresas estrangeiras*. 2010. 164 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Administração e Finanças, Universidade Estadual do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

SILVA, Adriano José Siqueira da. *O impacto das variáveis Cultura e Clima organizacional na gestão do Capital Intelectual*: um estudo comparativo entre Brasil, Canadá, Irã e Líbano. 2012. 56 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Administração e Finanças, Universidade Estadual do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

SILVA, Renata Céli Moreira da; CHAUVEL, Marie Agnes; BERTRAND, Hélène. Internacionalização de pequenas empresas: um estudo de caso com uma empresa brasileira de tecnologia. *Gestão & Regionalidade*, São Paulo, v. 26, n. 76, p. 43-62, jan./abr. 2010.

STRINGHINI, Vera Teresinha Daniel. *Os regimes cambiais no Brasil*: uma análise dainfluência das variações cambiais sobre os preços de mercado na década de 90. 2002. 69 f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Rio Grande do Sul, 2002.

TEIXEIRA, Alessandro G. A internacionalização de empresas brasileiras e o papel do Estado. In: FÓRUM NACIONAL, 18., 2006, Rio de Janeiro. *Anais*...Rio de Janeiro: Estudos e Pesquisas, 2006. p. 2-5.

TORRES FILHO, E. T. *Entendendo a crise do subprime*. BNDES: Visão do desenvolvimento, n. 44, 2008. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/visao_44.pdf>. Acesso em: 23 out. 2012.

UNCTAD. *World Investment Report 2002*: transnational corporations and export competitiveness. New York: United Nations, 2002.

UNCTAD. *World Investment Report 2010*: investing in a low-carbon economy. New York: United Nations, 2010.

UNCTAD. *World Investment Report 2012*: towards a new generation of investiment policies. New York: United Nations, 2012.

UNFER, Gustavo Luchese. Exposição cambial: o caso da Petrobras. 2010. 40 f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante) – Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de. *Economia*: micro e macro. São Paulo: Atlas. 2011.

VERGARA, Sylvia Constant. *Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

WOOLDRIDGE, J. M. *Introductory econometrics*: a modern approach. 2. ed. South Western: Thomson, 2003.

ZINI JÚNIOR, Álvaro Antonio. *Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil*. 2.ed. São Paulo: Edusp, 1995.

ANEXO A – Dados estatísticos das empresas internacionalizadas – Parte I

Tabela 29 – Retorno das ações das empresas internacionalizadas

Meses	Petrobras	JBS Friboi	Gerdau	Metalfrio	Marfrig	Magnesita	Suzano Papel e Celulose	Vale	Weg	Embraer	Marcopolo	Natura	Cia Providencia	ALL
dez/99	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
jan/00	-26,3	0	9,7	0	0	0	-10	14,3	0	-7,9	-24,7	0	0	0
fev/00	39,2	0	4,7	0	0	0	-15,2	-21	0	1,7	76,2	0	0	0
mar/00	8,7	0	-21	0	0	0	-8,3	-0,9	0	8,8	-16,1	0	0	0
abr/00	-18	0	5,2	0	0	0	-9,1	-5,9	0	6,1	20,6	0	0	0
mai/00	-1,4	0	-22	0	0	0	13,7	4,3	0	-13,8	8,8	0	0	0
jun/00	60,9	0	0,5	0	0	0	16,9	21,6	0	34,7	-1,1	0	0	0
jul/00	-26,5	0	22,2	0	0	0	19,1	-4,4	0	-7,5	-4,6	0	0	0
ago/00	41,9	0	21,2	0	0	0	28,7	3,8	0	16,9	-12,2	0	0	0
set/00	-8,6	0	-11,8	0	0	0	-6,1	-14,9	4,4	8	9,9	0	0	0
out/00	-3,8	0	-22,2	0	0	0	-1,4	-0,4	0	-12	-3,4	0	0	0
nov/00	-13,9	0	-41,3	0	0	0	-3,2	-26,6	0	-8,4	-0,4	0	0	0
dez/00	-8,5	0	22,5	0	0	0	0,8	46,5	0	22	4,8	0	0	0
jan/01	32,1	0	54,9	0	0	0	6,6	37,7	0	28,7	16,9	0	0	0
fev/01	5,6	0	-11,2	0	0	0	9,2	-4,3	0	-2,2	8,1	0	0	0
mar/01	-16,8	0	0	0	0	0	-15,5	1,8	0	3,5	-3,5	0	0	0
abr/01	28,1	0	9,4	0	0	0	5	-6	13,6	18,7	12,7	0	0	0
mai/01	25,8	0	-21,5	0	0	0	-4,1	18,7	-4,4	1,1	0,7	0	0	0
jun/01	-19,9	0	12,9	0	0	0	-6,9	-5,6	0	-5,7	-3,2	0	0	0
jul/01	1,2	0	4,1	0	0	0	-5,6	0,3	0	-1,8	-0,4	0	0	0
ago/01	0	0	-0,2	0	0	0	-16,6	-5,6	0	-22,7	3,3	0	0	0
set/01	-14,9	0	-41,3	0	0	0	-11,1	1,3	-5,6	-43,8	-4,9	0	0	0

out/01	2,1	0	53,7	0	0	0	26,8	11,5	0	32,4	16	0	0	0
nov/01	-9,9	0	45	0	0	0	18,3	4,8	14,7	-1,4	20,7	0	0	0
dez/01	7,1	0	0,1	0	0	0	0,9	6,8	0	30,5	4,3	0	0	0
jan/02	-11,5	0	18,8	0	0	0	21,4	0	0	-3,7	12,5	0	0	0
fev/02	34	0	35,4	0	0	0	2,2	31,5	0	3,2	17	0	0	0
mar/02	16,3	0	9,6	0	0	0	7,9	3,6	0	4,6	5,4	0	0	0
abr/02	-10	0	20,8	0	0	0	1,9	5,5	0	8,6	-0,1	0	0	0
mai/02	-0,3	0	10,4	0	0	0	1,7	35,3	-4,5	10	-3,1	0	0	0
jun/02	-19,1	0	-16,2	0	0	0	-1,7	0,3	-4,8	5,1	-1	0	0	0
jul/02	-31,8	0	3,3	0	0	0	-3,4	10,9	0	-1,2	4,3	0	0	0
ago/02	14,9	0	14,1	0	0	0	-3,3	-18,8	0	-13,7	8,2	0	0	0
set/02	-32,9	0	-26,1	0	0	0	-2	35,9	0	0,1	-9,3	0	0	0
out/02	41	0	31,8	0	0	0	-10	22,9	0	13,6	23,7	0	0	0
nov/02	3,6	0	-5,9	0	0	0	-5,6	10,2	19,2	-7	11	0	0	0
dez/02	14,4	0	20,1	0	0	0	13,3	7,9	0	4,7	0,8	0	0	0
jan/03	0,5	0	-1,5	0	0	0	11,5	-11,7	0	-12,9	-11,8	0	0	0
fev/03	-17,8	0	6,8	0	0	0	0,9	14	0	-30,1	6,2	0	0	0
mar/03	22,2	0	-3,3	0	0	0	9,4	-23,1	0	6,3	-1,9	0	0	0
abr/03	14,2	0	27,6	0	0	0	-9,5	-18,1	0	2,1	-5,3	0	0	0
mai/03	12,8	0	16,2	0	0	0	24,1	13,4	9,3	6	3,2	0	0	0
jun/03	-7,7	0	15,1	0	0	0	6,6	-9,3	0	17,8	-6,9	0	0	0
jul/03	20,2	0	13,9	0	0	0	17,8	42,8	0	1	-8,4	0	0	0
ago/03	15,8	0	56,3	0	0	0	12,8	19,5	0	11,4	15,2	0	0	0
set/03	0	0	-5,3	0	0	0	5,7	8,6	0	-3	10,2	0	0	0
out/03	6	0	6,2	0	0	0	-2,4	23,7	0	16,7	-7,2	0	0	0
nov/03	21,3	0	20,2	0	0	0	1,9	-1,1	0	9	8,5	0	0	0
dez/03	32,3	0	66,3	0	0	0	27,1	60,1	0	34,2	37,2	0	0	0
jan/04	3,6	0	-5	0	0	0	-5,8	-13,8	4,2	-7,3	32,9	0	0	0
fev/04	10,9	0	-0,4	0	0	0	13,5	13,3	0	-6	-7,6	0	0	0
mar/04	17,4	0	16,8	0	0	0	3,8	-11,8	0	6,9	14,7	0	0	0

abr/04	-25,6	0	-1,6	0	0	0	-4,7	-32,3	0	-18,8	-17	0	0	0
mai/04	-8,6	0	-1,9	0	0	0	1,6	39	0	-1,9	5,6	0	0	0
jun/04	14,2	0	27,9	0	0	0	-6,1	-18,1	0	18,2	5,9	16,8	0	0
jul/04	1	0	43,1	0	0	0	12,8	23,6	0,1	-2,7	11,2	4,2	0	-2,5
ago/04	10,5	0	46,8	0	0	0	-11	10	0	-8,1	16,9	11	0	7,7
set/04	29,1	0	-10,1	0	0	0	-3,3	28,9	0	-5,4	1,6	2,1	0	-9,5
out/04	4,7	0	-17,9	0	0	0	-27,6	-5,6	10,1	-2,4	0,9	0,3	0	5,3
nov/04	-0,9	0	32,9	0	0	0	-20,9	16,9	0,7	2,6	-1,1	15,5	0	25
dez/04	8,9	0	-7,2	0	0	0	59,8	28	0	15,7	13,5	15,7	0	40
jan/05	-2,1	0	-16,1	0	0	0	-32,1	7,4	0	-5,9	4,4	-17,4	0	-3,1
fev/05	36,4	0	29,3	0	0	0	25,6	27,7	0	11,3	-10,3	19,2	0	0
mar/05	-14,8	0	-22,6	0	0	0	-6,1	-9,9	0	-3	-15,9	-2,9	0	0
abr/05	-14,1	0	-32,3	0	0	0	-11,3	-35	0	-12,1	-19,1	4,7	0	0
mai/05	10,7	0	0,9	0	0	0	-5,1	3,6	0	2,9	-11	8,3	0	0
jun/05	14,9	0	-14,9	0	0	0	-4,4	-1,2	0	1,9	10,5	-8,8	0	11,6
jul/05	8,5	0	15	0	0	0	0,9	26,1	0	0,4	-0,2	6,8	0	19,2
ago/05	38	0	29,9	0	0	0	5,3	9,1	0	9,6	0,8	1,5	0	3,2
set/05	18	0	37,1	0	0	0	21,7	44,8	0	4,1	10,7	11,2	0	0
out/05	-21	0	-19,3	0	0	0	3,6	-6,9	0	-2,5	-11,2	0,1	0	0
nov/05	11,8	0	22	0	0	0	-2,3	4	0	-3	1,1	5,5	0	-4,8
dez/05	18,4	0	33,7	0	0	0	-3,3	-0,5	0	16,3	31,5	9,7	0	-5
jan/06	54,7	0	48,8	0	0	0	16,4	35,3	0	21,7	16,6	13,1	0	37,5
fev/06	-10,8	0	7,3	0	0	0	5,5	-15,3	0	-5,7	10,2	6,4	0	-7,7
mar/06	-7,7	0	-2,8	0	0	0	2,5	4,5	0	-5,5	-7,4	5,5	0	21,2
abr/06	19,6	0	21	0	0	0	-0,3	2,7	0,1	-0,1	1,3	3,9	0	-10,3
mai/06	-7,9	0	-10,1	0	0	0	-10	-6,3	-2	-2,8	23,2	-13,9	0	30,4
jun/06	-4	0	-1,4	0	0	0	-4,3	-0,7	0,1	5,3	-7,7	-1,3	0	-5,6
jul/06	7,2	0	8,4	0	0	0	0,4	-5,1	25,1	-7,1	29,3	6,4	0	-4,4
ago/06	-9,1	0	-15,3	0	0	0	3,6	-17	-8,7	14,1	1,8	12,1	0	22,5

set/06	-10,2	0	-10,2	0	0	0	16,1	3,1	-0,1	2,3	7,9	0	0	-8,8
out/06	10,4	0	17,2	0	0	0	17,5	32,8	22,6	4,3	15,1	10,5	0	14
nov/06	19	0	17,5	0	0	0	16,1	19,9	5,5	1,2	41	-0,7	0	44,1
dez/06	15,5	0	12,4	0	0	0	3,6	13,7	12,1	-1,5	26,2	2,9	0	24,6
jan/07	-8,8	0	-0,2	0	0	0	9,9	22,5	92,5	-3,4	18,4	-4,8	0	7,2
fev/07	-16,5	0	3,6	0	0	0	-6,9	6,1	-31,4	12,1	3,4	-6,2	0	-12
mar/07	15,7	0	10,5	0	0	0	-10,1	8,3	6	-1,4	4,7	-11,9	0	-1,5
abr/07	-1,6	2,6	16,2	0	0	0	10,3	21,2	-2,8	2,2	0,6	3	0	5,4
mai/07	2,7	3,8	12,2	12,6	0	0	8	8,1	0	-3,1	1,1	9,9	0	0
jun/07	26	0	26,3	7,4	0	0	12,5	-2,3	4,2	1	22,4	6,6	0	24,8
jul/07	5,9	1,7	-7,2	-0,4	11,4	0	2,6	17	16,3	-13,3	30	-16,5	0	-6
ago/07	1	13,9	2,9	-0,3	-2	0	0,7	7	-0,9	8,4	-10,5	-10	-3,3	-5,7
set/07	27	-12,8	0,2	9,7	-5	0	10,4	56,4	7	-7,3	10,9	6,3	1,4	2,9
out/07	43	-2,6	24,1	-3,4	-5,8	0	1,4	11,1	18,2	3,5	5,1	-5,5	-7,8	15,4
nov/07	2	-4,9	-12,9	-2,8	-10,6	0	0	-8,1	-7,9	-6,3	-15,8	-10,3	-23,7	-5,6
dez/07	47	-21,1	7	-6,2	-3,6	0	-2,1	-8,1	4,6	3,4	0	-8,8	-2,4	-10,9
jan/08	-16,6	-18,5	-24,1	0	-5,2	0	-7,6	-24,4	-16,1	-5,5	-12,7	0	-26,7	-14,1
fev/08	2,6	34,4	46,8	-11,2	14,1	0	-1,3	24,6	8,2	-0,8	1,3	1,5	-1,4	7,7
mar/08	-17,4	8,8	-5	-4,8	8,5	0	0,2	5	-13,7	-6,2	-16,7	7	-24,8	-14,3
abr/08	27,5	21	40	4,9	8,4	0	9,5	15,7	2	-0,7	21,5	8,4	17,7	33,7
mai/08	29,5	14,6	50,1	-4,8	21,6	36,1	3,4	1,2	6,6	-11,9	13,3	-3,1	-11,6	31,1
jun/08	-7,4	-18,2	-12,2	-11,5	-12,1	-3,9	-13,4	-24,7	-5,3	-29,7	-16,7	-12,2	-3,3	-33,3
jul/08	-44,5	3,7	-22,6	-26,2	-6,6	3,8	-10,1	-31,9	-9,8	12	-6,6	14,1	-4,2	22,9
ago/08	-5,7	-21,1	-15,3	13,4	-15,5	-15,8	-11,3	-15,2	-0,6	15,7	-7,6	3,3	-6,3	-27,3
set/08	-0,4	-28,5	-59,6	17,3	7,3	-41,6	-21,5	-29,8	-20,5	-4,4	-26,1	-2,5	-3	-20
out/08	-65,8	-16,7	-68,4	-55	-40,3	-39,1	-18,8	-40,3	-13,3	-14,1	-66,1	1,1	-32,3	-17,8

nov/08	-30,9	27,8	8,9	2,8	-18,1	13,1	-6,1	-6,5	-6,5	-23,9	8,6	10,2	-32,3	-2,7
dez/08	37,3	-2,4	2,7	-18,1	-12,8	-13	-2,5	-1,9	9,1	2,9	-15,2	-7,8	50	-12
jan/09	20,1	-2,6	-1,4	-4,3	-9,3	4,5	-3,2	34,6	-6,8	-1,4	-1,4	4,8	-13,3	-19,9
fev/09	13,2	-4	-31,9	3,8	2,9	-10,4	-7,8	-9,2	1,8	-24,2	-11,5	9	-6,6	2,8
mar/09	16,3	13,9	5,2	-44,1	9,6	-23,4	-2,7	0,1	0	17,9	30,4	8	1,1	34,1
abr/09	9,8	17,5	42,5	11,2	44,7	42,1	32,4	34	20,1	13,9	82,5	14,8	46,3	3,2
mai/09	33,8	9,3	60,6	-7,9	31,1	21,2	19,3	12	13,9	9,6	-3,4	-0,4	34,2	-0,5
jun/09	-12,9	4,5	-1,3	-11,7	-0,3	-6,6	-8,6	-17,5	-13,3	-16	-8,8	-0,2	5,3	3,8
jul/09	-5,2	5,4	12,4	41,7	9	25,9	17,1	15,9	10,3	11,9	36,3	5,2	-2,4	-4,4
ago/09	-2,9	5,5	2,5	17,5	-0,1	11,3	0,3	0,5	3,3	11	0,8	14,4	16,3	16,2
set/09	20,3	17,9	16,5	63,3	6,6	8,3	5,1	23,5	8,5	1,3	25,3	4,8	-2,3	-1,3
out/09	0,3	6	19,4	3,4	20,1	13,3	-17,6	19	3,1	-12,8	-5	-1,3	-5,8	-3,2
nov/09	19,6	-1,7	5,3	13,2	1,3	4,1	22,5	16,8	2,3	-2,2	7,7	6,3	27,7	62,5
dez/09	-10	-2,9	17,2	-11,7	-4,3	6,5	12,8	0,6	3,5	11,7	26,4	8,2	12,4	-4,6
jan/10	-15,1	0,2	-25	25,4	17,7	2,3	-0,9	-1,3	-1,9	5	21,6	-6,5	-0,6	-14,5
fev/10	2,6	-2,8	7,3	-7	-6,4	-9,3	-8,4	8,6	-1	-1,8	10,8	-1,9	-0,5	14,7
mar/10	4,9	-12,4	19	-6,3	-3,4	6,3	30,6	24,8	7,9	7,2	-2,4	11,1	-7,4	-7,1
abr/10	-12,9	2,8	-3	-9,1	-10,3	-11,3	-8,8	-11,7	-6,6	-2,3	14,5	2,2	-3,8	-9
mai/10	-16,3	-11	-25,9	-0,1	-6,1	-12,2	-9,7	-13,6	-4,2	-4,4	1,9	2,7	-9	-12,4
jun/10	-18,3	5,4	-11,5	2,3	-1,2	-6,3	-4,9	-24,3	-1,4	-4,4	11,3	5,5	-3,9	-15,6
jul/10	7,1	12,6	14,7	5,2	4,9	14,4	10,5	23,8	9,9	23,8	16,8	16,1	16,3	6,1
ago/10	-12,9	-13,4	-13,3	9,9	-4	-8,6	-4,1	-6,3	-6,8	-6	11	-7,4	7,7	-11,4
set/10	7,4	-1,9	-3	1,8	1,4	5,7	0,6	23,4	9,2	9,6	17,2	7,6	-6	0,8
out/10	-11,4	-10,5	-5,7	11,6	-10,8	-3,4	1,6	7,9	18,8	2,5	44	7	3,6	-10,1
nov/10	-8,1	0,2	-22,1	7,7	-15,1	-4,8	-8	0,4	2,7	2,3	13,2	-5,4	-0,1	-1,4
dez/10	24,2	9,5	28,9	4,1	18,8	-3,6	1,3	4,3	-3,2	-3,2	5,5	3,5	4,2	-6

jan/11	-2,3	-12,1	-8,6	-7,8	-12,5	-6,2	-1,9	9,5	-8,9	14,6	-17,1	-10,5	-0,7	-6,1
fev/11	14	-1	7,6	-17,1	7,6	-13,4	-2	-4,1	1,8	3,6	-12,4	-1,1	-4,8	-2,1
mar/11	0,8	-6,1	-14,9	4,7	0,6	3,7	5,9	-9,7	7,6	-3,2	34,5	11,6	-11,6	-2,8
abr/11	-20,9	-8,4	-9,3	11,1	11	-3	2,3	-3,3	-8,4	-8,4	13	-3,7	4,2	-3
mai/11	-11,5	5,4	-11,2	-3,1	-11,6	-10,1	-4,9	-5,7	-8,6	1,2	7,9	-4,5	-4,8	1,8
jun/11	-3,7	-4,9	-9,3	-1	7,7	1,3	-22,7	-1,9	-0,7	-4,1	-7,7	-7,8	2,6	-0,2
jul/11	-1,7	-13,8	-30,7	-11,1	-1,3	-17,5	-8,8	3,6	-5,1	-5,8	-30,9	-7,6	0	-14,7
ago/11	-21,9	-8	-5,5	-23,3	-49,4	-2,7	-12,1	-17,6	2,4	-9,9	6,5	8,1	-6,7	-17,6
set/11	-17,1	-15	-4,5	-7,6	-20,3	-0,8	-7,6	-8,3	9,1	17,3	10,7	-16,1	3,6	-7,6
out/11	22	42,1	33,5	-9,2	21,5	3	0,5	11,6	1,9	0,9	23,2	4,4	6,5	0,2
nov/11	9,8	15,3	-22,5	-14,9	10,3	-4,8	-14,8	-9	-6	-4,6	10,7	8,7	-1	0,5
dez/11	-7,1	2,2	13,1	0,4	3,9	-2,7	-2,3	-8,4	5,4	4	-7,8	-0,1	4,4	8,3
jan/12	33,4	5,1	27,5	3,8	-6,1	9,5	9,8	26,2	3,7	2,6	10,3	3,2	-0,5	8,1
fev/12	-5,6	14,2	14,7	-0,2	31,5	17,1	11,1	-3	-1,2	6,1	23,2	11,3	-2,8	-1
mar/12	-8,5	2,7	-5	-14	9	-7,2	-5	-3,9	4,1	14,4	16,3	-2	11,5	-9
abr/12	-16,7	0	6,7	-1,6	-8,8	-3,2	-7,8	4,3	1,7	12,3	20,4	10,2	0,1	-3,1
mai/12	-19,9	-27,3	-19	-17,8	-13,3	-4,8	-30,3	-23,2	3,3	-12,7	-10,6	-1	5	-3,5
jun/12	-9,1	10,6	18,8	-5,1	2,6	1,6	-20,9	13,4	-5,9	-6,3	-4,1	8,5	-6	1,2
jul/12	12,9	-11,1	9,2	-5,1	1,2	-4,7	2,5	-14,4	-4,5	-1,6	15,2	14,4	-6,3	11,6
ago/12	12,6	7,6	-5,3	1,7	21,7	18,7	10,6	-17,9	8,6	6,5	27,8	-3,8	15,1	-5,6
set/12	17,2	16,5	15	18,2	2,6	3,6	18,4	14,3	17,9	-2,3	4,7	8,5	0,9	-6,2
out/12	-14,7	-2,2	-15,2	3,7	-11	1,1	-0,9	12,4	-1,2	4,3	3,3	-2	18,1	10,3
nov/12	-21,5	-17,7	0,9	-12,4	10,5	4,7	20,3	1,4	16,8	-7,7	13,1	4,5	4,3	-14,7
dez/12	7	10,9	5,3	-1,5	-26,9	3,9	10,6	23,8	-0,7	10,6	14,6	3,7	9,1	5,5

Fonte: DADOS EXTRAÍDOS DO BANCO DE DADOS ECONOMÁTICA, 2013.

ANEXO B – Dados estatísticos das empresas internacionalizadas – Parte II

Tabela 30 – Retorno das empresas internacionalizadas, retorno do mercado e câmbio

Meses	Minerva	Bematech	Ultrapar	Gol	Randon	Totvs	DHB	Porto Seguro	Oi	Tegma	Cemig	Portobello	Eletrobras	DiasBranco	Ibovespa	Câmbio
dez/99	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
jan/00	0	0	0	0	-7	0	50	0	9,7	0	-34,4	-5,6	-13,4	0	-4,1	0,007462306
fev/00	0	0	0	0	-6,7	0	0	0	55,6	0	-7,1	-15,7	-29,7	0	7,8	-0,01898738
mar/00	0	0	0	0	-1,1	0	0	0	8,4	0	5,7	-7	4,6	0	0,9	-0,01205999
abr/00	0	0	0	0	4,9	0	0	0	-36,9	0	-10,7	-7,5	-24,9	0	-12,8	0,033430237
mai/00	0	0	0	0	2,3	0	12,6	0	-27,2	0	4,7	-18,9	12,6	0	-3,7	0,010954338
jun/00	0	0	0	0	38,6	0	17,6	0	28,4	0	30,2	16,7	56,3	0	11,8	-0,01466965
jul/00	0	0	0	0	8,9	0	-5	0	-9,7	0	1,4	14,3	13,3	0	-1,6	-0,014098924
ago/00	0	0	0	0	23,2	0	-21,6	0	20,5	0	3,9	-22,5	-26,7	0	5,4	0,02701515
set/00	0	0	0	0	-5,8	0	0	0	-23,3	0	-8,2	6,5	6,6	0	-8,2	0,011071532
out/00	0	0	0	0	-2,3	0	0	0	-13,8	0	-11,6	-6,1	-15,1	0	-6,7	0,034805123
nov/00	0	0	0	0	-19,3	0	9,6	0	-	0	-6,2	45,2	-6,5	0	-10,6	0,02616082

									21,5							6
dez/00	0	0	0	0	4,3	0	33,7	0	96,6	0	11,8	28,9	19,7	0	14,8	-0,002145595
jan/01	0	0	0	0	6,2	0	74,6	0	37,3	0	61,9	-25,9	40,3	0	15,8	0,007996986
fev/01	0	0	0	0	-5,9	0	15,3	0	-43	0	-30,3	-23,3	-13	0	-10,1	0,036903822
mar/01	0	0	0	0	-4,2	0	16,5	0	-35,2	0	-13	-9,1	13,3	0	-9,1	0,055353104
abr/01	0	0	0	0	-5,8	0	14,9	0	27,6	0	-11,6	-3,3	-23,5	0	3,3	0,010629831
mai/01	0	0	0	0	4,8	0	7,4	0	-22	0	-16,5	10,3	-62,7	0	-1,8	0,0771831
jun/01	0	0	0	0	2,3	0	50	0	7,3	0	33,4	9,4	4,6	0	-0,6	-0,023624327
jul/01	0	0	0	0	8,9	0	0	0	-21,9	0	-4,8	-14,3	35,9	0	-5,5	0,053388802
ago/01	0	0	0	0	-0,2	0	0	0	-34,5	0	9,9	0	4,7	0	-6,6	0,04833371
set/01	0	0	0	0	-4,3	0	0	0	-5,8	0	-16,7	-16,7	-20,4	0	-17,2	0,045805442
out/01	0	0	0	0	-14,2	0	0	0	12,9	0	10,7	20	22,5	0	6,9	0,013312706
nov/01	0	0	0	0	98,6	0	0	0	59,9	0	20	-30	-15,5	0	13,8	-0,068172615
dez/01	0	0	0	0	0	0	0	0	-0,4	0	25,2	-4,8	4,7	0	5	-0,085965752
jan/02	0	0	0	0	1,6	0	0	0	-16	0	2,2	25	18,5	0	-6,3	0,041325229

fev/02	0	0	0	0	-3,1	0	0	0	17,2	0	15,8	4	27,6	0	10,3	-0,029415737
mar/02	0	0	0	0	11,3	0	1,4	0	-4,3	0	-10,2	-7,7	-8,7	0	-5,6	-0,01053137
abr/02	0	0	0	0	-11,6	0	0	0	0,9	0	9	4,2	-13,6	0	-1,3	0,016602673
mai/02	0	0	0	0	9,8	0	0	0	-0,6	0	0,9	-8	-19,7	0	-1,7	0,065331857
jun/02	0	0	0	0	6	0	7,2	0	-17	0	-11,7	-13	-18,3	0	-13,4	0,120299911
jul/02	0	0	0	0	10,6	0	-0,7	0	-10,9	0	-30,3	-25	-49,6	0	-12,4	0,186770699
ago/02	0	0	0	0	4,1	0	-42,6	0	17,5	0	0,3	26,7	9	0	6,4	-0,126104717
set/02	0	0	0	0	-5,3	0	0	0	-1,8	0	-46,3	15,8	-63,7	0	-17	0,253649874
out/02	0	0	0	0	6,9	0	0	0	42,3	0	33,7	27,3	62,4	0	17,9	-0,06631164
nov/02	0	0	0	0	49,4	0	0	0	-14,1	0	-6,2	-28,6	-0,6	0	3,4	-0,002334685
dez/02	0	0	0	0	73,8	0	0	0	2,7	0	24,6	0	39,6	0	7,2	-0,028789402
jan/03	0	0	0	0	-8,8	0	0	0	-16,4	0	-12,5	50	-15,3	0	-2,9	-0,002124918
fev/03	0	0	0	0	0,9	0	0	0	3,1	0	-20,7	0	-32	0	-6	0,010551657
mar/03	0	0	0	0	10,4	0	0	0	5,4	0	10,9	-6,7	21,5	0	9,7	-0,060773726
abr/03	0	0	0	0	3,8	0	0	0	39,	0	39,7	-3,6	46,1	0	11,4	-

									7							0,148697996
mai/03	0	0	0	0	14,9	0	0	0	2,8	0	4,6	48,1	18,3	0	6,9	0,025892077
jun/03	0	0	0	0	21,8	0	0	0	-4,3	0	-25,6	-22,5	-25,1	0	-3,3	-0,032070722
jul/03	0	0	0	0	27,6	0	0	0	-18,3	0	3,2	-3,2	0,7	0	4,6	0,032037001
ago/03	0	0	0	0	27,2	0	0	0	34,7	0	35,1	33,3	22,5	0	11,8	0,000337154
set/03	0	0	24,2	0	8,9	0	0	0	-7,9	0	12,5	10	20	0	5,5	-0,014635484
out/03	0	0	-7,1	0	37,4	0	0	0	3,7	0	39,9	0	87,3	0	12,3	-0,023255252
nov/03	0	0	19,2	0	-2,5	0	0	0	25,6	0	18,2	36,4	25,1	0	12,2	0,03210969
dez/03	0	0	5,2	0	40,4	0	0	0	11,4	0	34,9	5	26,7	0	10,2	-0,020622113
jan/04	0	0	1,2	0	15,4	0	0	0	-14,7	0	-8,7	31,7	-49,5	0	-1,7	0,01773601
fev/04	0	0	0	0	25,5	0	0	0	-9,8	0	5,3	-3,6	-20,5	0	-0,4	-0,009257586
mar/04	0	0	0	0	12,4	0	0	0	-13,2	0	-6	-12,5	27,6	0	1,8	-0,001786205
abr/04	0	0	-6,5	0	5,8	0	0	0	-20,3	0	-13,6	-21,4	-32	0	-11,4	0,012335079
mai/04	0	0	-13,8	0	7,7	0	0	0	-	0	-4,9	25,5	-7,8	0	-0,3	0,06073847

									13,2							9
jun/04	0	0	0	0	38,7	0	0	0	17,3	0	14,7	30,4	13,5	0	8,2	-0,006926879
jul/04	0	0	0	-2,9	27	0	0	0	7	0	44,5	44,4	84,1	0	5,6	-0,026312589
ago/04	0	0	12,2	1	31,4	0	56,7	0	1,5	0	-0,5	-15,4	-15,2	0	2,1	-0,031207445
set/04	0	0	0	10,4	13,8	0	0	0	2	0	29,5	27,3	16,5	0	1,9	-0,025966517
out/04	0	0	0	3	1,3	0	1,1	0	-4,9	0	9	28,6	-2,6	0	-0,8	-0,000734895
nov/04	0	0	0	7,7	-2,8	0	-1,1	0	39,9	0	-2,9	11,1	1,1	0	9	-0,045039113
dez/04	0	0	0	32,8	39,9	0	0	9,3	3,6	0	22,1	-0,5	-22,3	0	4,3	-0,028339346
jan/05	0	0	0	-10	-3,8	0	0	4,1	-15,8	0	-24,7	-3	-42,7	0	-7	-0,011213938
fev/05	0	0	0	-1,2	2,4	0	6,4	19,5	2	0	29,1	-4,1	18,9	0	15,6	-0,011418186
mar/05	0	0	0	-8,8	-2,2	0	-20	-2	-8,5	0	-11,9	-0,5	-9	0	-5,4	0,027067721
abr/05	0	0	0	4,4	-11,5	0	0,5	-6,9	-1	0	21,4	-2,2	-16,1	0	-6,6	-0,051921233
mai/05	0	0	0	12,7	-12,1	0	26,7	0,7	-7,4	0	9,2	1,7	25,5	0	1,5	-0,05168218

																6
jun/05	0	0	0	-12,8	-11,3	0	-41,1	-6,7	27,9	0	6	8,2	-16,3	0	-0,6	-0,022465292
jul/05	0	0	0	0,4	13,5	0	4,1	-3,1	-15,4	0	14,1	-10,6	0,7	0	4	0,016917023
ago/05	0	0	0	14,3	-3,6	0	0	7,2	13,5	0	9,2	-6,2	2,1	0	7,7	-0,011274361
set/05	0	0	0	-9,4	10,4	0	0	1,6	34	0	8,5	-4,2	74	0	12,6	-0,061730492
out/05	0	0	0	8,3	2,9	0	0	1,1	-13,7	0	-6,7	12,6	-21,4	0	-4,4	0,014341807
nov/05	0	0	0	29,8	12,3	0	0	20,3	0,7	0	20,5	-10,1	6,5	0	5,7	-0,021205376
dez/05	0	0	0	30,5	24,7	0	0	-3,1	6,5	0	19,9	24,2	-8	0	4,8	0,058815903
jan/06	0	0	0	2,1	30	0	0	21	-2,1	0	31,5	-9,5	10,8	0	14,7	-0,054746261
fev/06	0	0	0	3,3	14,6	0	65,9	4	27,8	0	6,4	37	24,1	0	0,6	-0,037002958
mar/06	0	0	0	-16,4	-5,5	0	11,1	20,8	-13,4	0	-18,2	0,4	11,2	0	-1,7	0,017131736
abr/06	0	0	0	34,4	-15	13,9	-4,9	13,3	34,1	0	6,5	0,8	43,6	0	6,4	-0,03905133
mai/06	0	0	0	-9,4	-27,5	-5,4	4,7	-14,5	-17,6	0	-14,2	1,6	-53,7	0	-9,5	0,096345273
jun/06	0	0	0	9,3	-13,7	-18,3	11,1	1,4	-2,1	0	12,5	2,7	19,3	0	0,3	-

																0,061029507
jul/06	0	0	0	-10,1	3,8	0,3	-12	7,6	-5,5	0	2,9	3,8	-5,5	0	1,2	0,005483253
ago/06	0	0	0	6,9	1,1	24,3	66,7	14,3	-23,8	0	-10,9	-9,2	0,4	0	-2,3	-0,017335312
set/06	0	0	0	1,5	7,3	3,8	151,4	-1,2	1,8	0	-7,2	-37,2	7,7	0	0,6	0,016415857
out/06	0	0	0	-12,1	3,4	10	59,1	9,8	18,2	0	16,5	12,9	-10,7	0	7,7	-0,014454064
nov/06	0	0	0	-6,1	37	12	11,1	13,8	34,2	0	14,7	2,3	21,4	12,8	6,8	0,011044708
dez/06	0	0	0	3	12,8	-6,3	37,5	21,3	29,9	0	11,6	28,5	3,3	4,6	6,1	-0,013380612
jan/07	0	0	0	0,2	24,5	3,4	8,2	5,7	-12,1	0	-4,4	13	-1,9	3	0,4	-0,006240197
fev/07	0	0	0	-4,4	28,9	4,3	29,4	0,6	7,3	0	-0,1	23,1	-17,1	8,7	-1,7	-0,003063945
mar/07	0	0	0	4,1	18,7	9,5	5,2	-2,9	14,2	0	11,1	20	2,4	-1,8	4,4	-0,032531775
abr/07	0	0	0	-8	20,6	7,3	17,3	2,8	26,2	0	25,9	4,2	6	5,5	6,9	-0,008079764
mai/07	0	23,9	0	10,3	14,4	15,2	-15,8	7,3	11,3	0	7,4	-1,1	26,3	4,9	6,8	-0,05300524
jun/07	0	-10,8	0	0,7	24,5	-6,6	125	-1,3	9,2	0	26,3	10,3	29,2	0	4,1	-0,001400742
jul/07	0	-1,7	0	-	11,3	-9,1	16,1	-2,3	9,6	0	-13,4	28,1	-28,4	1,6	-0,4	-

				27,1												0,025554785
ago/07	-2	-19,6	0	-6,5	-7,5	4	-3,7	-8	2,9	-7,1	-4,3	-9,3	1,1	-17,7	0,8	0,043969996
set/07	-6,7	8,6	0	3	1,4	-1,2	-0,5	5,9	6,3	-6,4	7,1	25	-4,6	-0,5	10,7	-0,064796794
out/07	-2,2	-11,3	0	7,3	27,5	7,6	53,9	10,8	7,5	10,7	-11,5	-22,6	12,3	-2	8	-0,052986241
nov/07	-28,9	-27,1	0	-3,7	-5,7	-4,4	-27	-12,8	-8,2	-10,6	5,7	-7,2	-12,9	-2,5	-3,5	0,022508533
dez/07	-13,1	-6,9	0	-3,9	-17	-3,3	8,9	-2,9	3,3	-15,4	-25,8	-33,2	-10,8	4,3	1,4	-0,006976118
jan/08	-27,8	-3,4	0	-22,4	-13,8	-19,5	5	-12,9	25,3	-22,2	-34,3	-40,7	-4,7	-23,6	-6,9	-0,006229491
fev/08	7,1	-8,7	0	-13,8	21,2	12,9	19,1	14,1	13,9	13,9	26,6	-10,1	24,9	12,1	6,7	-0,044728097
mar/08	-8,8	-19,8	0	-10,9	-37,5	2,4	-6	-16,2	1,7	-10,9	-10,5	-13,1	9,4	-19	-4	0,038345217
abr/08	27,1	20,7	0	1	5,6	5,6	-1,5	5,6	27,3	6,6	35,5	12,9	-4,3	37,9	11,3	-0,03603102
mai/08	15,7	17,8	0	-3,6	40,9	3	0	2,1	0,3	11,6	22,2	33,8	31	8,5	7	-0,034858501
jun/08	-24,4	-18,2	0	-28,9	-14,1	-10,4	-3,7	-3,6	-14	-3,8	2,1	-11	-3,1	-9,8	-10,4	-0,023283578
jul/08	2,9	-5	-2,5	-10,9	-13,7	0,2	2	7,5	10	-19,5	-8,5	-9,6	3,4	-8,7	-8,5	-0,016020605
ago/08	-18,9	-0,3	0	-8,1	-8,6	8,5	-11,9	-15,3	-8,3	-11	-12,5	-2,4	-7,5	-1	-6,4	0,04236809

																9
set/08	-50	-27,1	0	-18,5	-39,9	-21	0	-19,8	-12,9	-27,2	12,3	-19,4	-8,1	-2,9	-11	0,158076256
out/08	-44,5	-24,8	0	-21,5	-67,3	-17,3	-7,7	-20,4	-24,4	-49	-39,3	-22,6	-9,9	-19,8	-24,8	0,099844626
nov/08	2,5	35,8	0	-7	-13,6	4,8	0	2,8	40,1	-11,2	25,4	-1	7,2	18,5	-1,8	0,098001209
dez/08	-8,4	10,3	0	13,6	-17,8	-3,5	0	18,2	-4,7	1,4	-18,1	1	-5	3,1	2,6	0,0016702
jan/09	-1,6	3,3	0	3,4	-15,4	7,3	3,9	8,7	-15,5	26,9	-7,2	-3,9	1,9	-8	4,7	-0,008940144
fev/09	-1,1	11,9	0	-8	-18,9	7,8	0	-15,3	9,4	-1,9	6,5	-1	-0,4	4,4	-2,8	0,026500081
mar/09	-4,4	-9,8	0	-29,5	-0,9	-3,5	-0,5	2,7	9,3	5	13,4	-6,1	2,3	-5,3	7,2	-0,026931916
abr/09	58,7	0,3	0	13,2	102,3	43,7	-9,2	10,7	4,7	17,5	6,8	19,6	24,3	27,2	15,6	-0,060951321
mai/09	34,8	-1,2	0	13,5	30,1	18,3	-1,5	13,3	5,4	23,7	-2,2	2,7	-6,9	7,7	12,5	-0,098989529
jun/09	-12	11,1	0	27,4	7,6	-3,5	-0,5	2,7	-14,9	-6,9	2,5	0,9	7,4	17,9	-3,3	-0,010905678
jul/09	43,5	3,6	0	26,1	52,2	12,2	0,5	8,8	-39,7	26,7	4,4	5,3	1,4	9,8	6,4	-0,041321709
ago/09	22,6	22,1	0	26,4	9,5	9,2	0,1	3,6	-4,6	25	3,5	-3,3	-8,1	7,9	3,1	0,007342411
set/09	13,9	-3,9	0	5,8	13,5	6,2	-0,5	4	8,5	4,5	0,9	7,8	-3,7	7,2	8,9	-0,059124872

out/09	7,6	6,4	0	-0,6	8,5	10,3	-0,5	2,8	-11,4	2,8	3,9	12	-19,3	4,2	0	-0,019364053
nov/09	-7,6	2	0	37	25,2	8,5	-0,2	6,1	20,9	6,1	19,3	-3,6	28,7	2,2	8,9	0,003720136
dez/09	-0,7	0	0	4,3	6,1	14	0,1	5,2	-3,2	18,9	4,6	6,7	50,8	8,2	2,3	-0,005326931
jan/10	18,2	11,6	0	-11,4	-0,7	-1,8	-4,5	-5,8	-48,2	3,2	-2,4	19,4	19,6	15,4	-4,6	0,073927456
fev/10	-4,2	-1,9	0	6,3	-2,9	-5,5	2,1	-4,8	-7,5	-9	-9,9	8,1	-35,3	-2,2	1,7	-0,034622808
mar/10	16,3	-2	0	-6,2	-10,6	3,8	0,8	-0,3	-28,5	6,2	-1,4	-3,2	22,9	-7	5,8	-0,016704175
abr/10	-1,8	2,7	0	3,6	5,3	6,7	-0,3	-0,4	-11	0,9	18,8	-17,2	-10,9	-3,7	-4	-0,028706835
mai/10	-12,2	-3,4	0	-12,1	-3,5	8,6	0,5	4,9	17,6	-14,3	-14,6	-6	-14,8	-13,4	-6,6	0,048553499
jun/10	4,7	-0,5	0	5,3	8,5	3,2	0,9	-0,8	2,3	17,6	0	14,3	12,9	7,6	-3,3	-0,008402017
jul/10	0	5,5	0	14,6	30,5	-3,8	0	8,6	-5,4	-2,8	1,7	4,4	-17,8	2,1	10,8	-0,024898018
ago/10	-0,1	-5,8	0	-7,3	-3,5	0,8	0	5,7	-8,7	23	14,3	7,8	-13,2	3	-3,5	-0,000683138
set/10	-0,3	6,7	0	14,3	11,2	-0,1	-1,1	1,4	-0,5	11,8	-7,3	-3,3	1,1	1,2	6,6	-0,035827842
out/10	-11,3	9,8	0	13,	21	20,9	-1,2	15,2	19,	4,9	21	-2,3	16,9	3,6	1,8	0,00424078

				1					1							9
nov/10	7,9	-10	0	-6,5	1,4	8,5	1,2	4,6	-14,4	20,3	-8,8	17,1	0,2	-2,3	-4,2	0,008602833
dez/10	6,7	-3,9	0	-8,6	-22	-0,3	0	9,7	16,4	1,5	0,3	2	11,1	-6	2,4	-0,02950869
jan/11	-6,2	-0,7	0	-5,1	-8,6	-4,1	0	-7,5	20,6	-15,7	5,6	-5,9	1,6	-6,6	-3,9	0,0043119
fev/11	-1,7	-8,9	0	-7,5	-4,2	-3,1	-0,5	1,9	-8,5	9,5	1,5	-2,6	17,2	-2,4	1,2	-0,007317252
mar/11	0,2	-6,4	0	-0,8	8,4	1	30,4	5,2	24	8,3	25,6	-7	6,2	8,3	1,8	-0,019758082
abr/11	3,7	11,5	0	-0,2	5,1	-4,3	-0,1	-4	-0,5	7,9	8,1	18,5	-13,8	7	-3,6	-0,034606826
mai/11	-19,3	-13,9	0	-7,7	9,7	5	0,1	-7,6	11,9	-6,2	-2,4	-11,7	-3,3	5,1	-2,3	0,00418623
jun/11	-9,4	-8,6	0	-6,6	-0,9	-8,6	-0,7	-0,8	-7,6	-0,2	14,2	-14,4	-3,6	-3,5	-3,4	-0,011970853
jul/11	12,5	-14,8	0	-35,6	-20,8	-3,5	0	-10,7	-22,9	-5,9	-10,3	1,9	-21	-7,2	-5,7	-0,003079492
ago/11	-3,5	-15,6	0	0,3	-9,4	2,9	0	-9,6	-24,8	-5,2	-1,9	-22,8	-23,2	3,8	-4	0,019660248
set/11	-7,2	-8,4	6,2	-15	1,2	11,9	0	-10,8	-12,6	-8,1	-13,7	4,1	1	-6,6	-7,4	0,155589736
out/11	0,8	-2	3,7	31,9	7,8	-10,9	0	8,5	12,7	9,3	8,7	7,1	16,3	17,8	11,5	-0,093720633
nov/11	-3,4	-2,5	4	-0,1	-17,6	14,4	0	1,8	-16	14,8	14,7	6,6	-4,1	1,4	-2,5	0,069983398

dez/11	10,4	1,6	0,6	-7,9	-18,8	2,7	0	14,7	-1,5	1,4	26,6	21,4	21,8	8,7	-0,2	0,035211276
jan/12	-0,6	9,2	10,4	-3,4	16,1	-9,7	-18,2	-2,5	2,9	3,2	14,3	-5,1	-4,1	-3	11,1	-0,075667497
fev/12	21,4	-5,9	11,8	24,7	27,5	6,1	0	3,5	11,8	20,1	24,9	9	6,1	6,3	4,3	-0,017342313
mar/12	15,7	0	2,6	-18,7	10,6	7	0	-5,6	13,9	-4,1	23,8	2,7	-17,4	-2,8	-2	0,063964257
abr/12	22,2	3	8,3	-16,7	-2,8	10,2	13,3	-6,6	32,7	-3,4	24,4	1,6	-8,3	16,9	-4,2	0,037539075
mai/12	-10,4	-6	-4,2	-20,8	-14,1	-1,7	0	-4,8	-40,7	1,7	-15,6	0	-22,4	-0,3	-11,9	0,066706721
jun/12	9,6	-0,5	8,9	10,9	-7,8	6	-0,1	-4,4	2,6	3,4	14,4	10,5	5,4	5,8	-0,2	-0,000494609
jul/12	8,6	-4,4	6,9	7,1	-3,8	-2,3	0	4,6	48,2	11,5	8,6	5,2	-18	-2,7	3,2	0,014050143
ago/12	15,3	9,9	-9,1	1,6	20,4	4,4	-0,5	4,7	-35,8	-5,1	-21,1	24,4	-15,5	9,8	1,7	-0,006214695
set/12	5,8	21,6	5,1	19,3	26,9	6,7	0	8,8	14,1	4,6	-54,4	7,3	-8,8	5,4	3,7	-0,003245
out/12	-2,1	-1	-6,6	-12,3	-17,8	-1,9	0	9	-3,3	4,6	-2,4	-1,7	-19,3	2,7	-3,6	0,000344666
nov/12	-2,4	27,1	3,3	1	8,1	-3,2	0	4,3	-7,1	-7,2	9,9	34,1	-71,6	4,4	0,7	0,036778978
dez/12	4,7	-4,9	5,2	25,9	17,7	1,6	0	5,1	5	8,5	14,5	16,3	-8,7	11,1	6,1	-0,030790936

Fonte: DADOS EXTRAÍDOS DO BANCO DE DADOS ECONOMÁTICA, 2013.