

# DETERMINANTES DO INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO (IDE) NA AMÉRICA LATINA: UMA PERSPECTIVA INSTITUCIONAL

Mohamed Amal\*  
Fernando Seabra\*\*

## 1. Introdução

De acordo com a sua natureza, o Investimento Direto Externo (IDE), do mesmo modo que qualquer outra inversão em capital fixo, deve ser concebido em uma perspectiva de longo prazo. Na verdade, a avaliação do investidor externo envolve um grau de irreversibilidade ainda mais elevado, devido ao fato de que os custos irrecuperáveis são influenciados não apenas por questões específicas à indústria, mas também por questões relativas a incerteza macroeconômica, política e institucional do país destino do capital. Não obstante isso, é inegável que o IDE flutua conforme as expectativas de rentabilidade do investimento no país receptor do capital. Em uma economia globalizada, com poucas restrições à mobilidade do capital e com empresas multinacionais operando em diferentes mercados, alterações na rentabilidade relativa resultam na realocação da produção para aqueles países mais competitivos. Portanto, a análise dos determinantes do IDE deve levar em consideração tanto as variáveis microeconômicas, diretamente ligadas ao desempenho da firma, quanto as variáveis macroeconômicas e institucionais, que evidenciam os fatores específicos do país receptor do IDE.

Assim, o presente trabalho pretende examinar os fatores determinantes do IDE na América Latina, buscando avaliar a importância relativa das dimensões macro, microeconômicas e institucionais no processo de tomada de decisão de investimento das empresas multinacionais (EMNs) na América Latina no período 1984-2001.

O restante deste trabalho inclui uma breve resenha teórica (seção 2), a evidência internacional sobre os fluxos de IDE, com ênfase à participação da América Latina (seção 3), definição e estimação de um modelo painel de dados sobre os determinantes do IDE na América Latina (seção 4) e notas conclusivas (seção 5).

## 2. IDE: Definições e Proposições Teóricas

Os investimentos internacionais podem ser classificados em investimentos diretos e em investimentos de portfólio. Os investimentos externos de portfólio, ou de carteira, correspondem aos fluxos de capital que não são orientados para o controle operacional da empresa receptora do capital externo. Já o IDE designa um investimento que visa adquirir um interesse duradouro em uma empresa cuja exploração ocorre em outro país que não o do investidor e com o objetivo de influir efetivamente na gestão da empresa em questão (FMI, 1998). Além disso, o FMI e a OCDE consideram um investimento estrangeiro como investimento direto quando este detém uma participação no capital de, no mínimo, 10%, e pode exercer influência sobre a gestão da empresa receptora (OCDE, 1987).

---

\* Departamento de Economia da Universidade Regional de Blumenau- FURB: amal@furb.br

\*\* Departamento de Economia Universidade Federal de Santa Catarina- UFSC

Deste modo, uma das principais características do IDE é que o investidor estrangeiro possui o controle total ou parcial do empreendimento que recebeu o capital. De modo distinto do capital de portfólio, os ativos denominados por IDE apresentam baixa liquidez. Os prazos de permanência tendem a ser longos pelo próprio objetivo de constituir ou participar de empreendimentos produtivos, cuja maturação é tão indefinida quanto o tempo de vida de uma empresa (Hennings, 1998). A incerteza quanto ao prazo para o retorno e a rentabilidade do capital investido obviamente caracterizam o IDE como investimento de risco.

## 2.1 Teorias do IDE

A reestruturação da economia mundial após a segunda guerra mundial e o surgimento das EMNs como agentes ativos das mudanças tecnológicas e dos processos de integração dos mercados, contribuíram para o desenvolvimento de novas linhas de investigação relativas aos determinantes do investimento. Os primeiros estudos nesta linha (Hymer, 1960, Vernon, 1966, Caves, 1971 e Stevens, 1974) começaram a focalizar menos a determinação do estoque ótimo de capital e sua variação, e considerar mais como este estoque de capital está distribuído entre operações produtivas no país de origem e no país receptor do investimento.

Dentro dessa perspectiva, a teoria da organização industrial representa uma mudança de paradigma com relação à abordagem dos determinantes do IDE. Enquanto que as teorias de capital (Tobin, 1958 e Markowitz, 1959) e de comércio internacional (Corden, 1974 e Hirsch, 1976) tinham como foco central de análise os motivos que levavam as empresas a produzir no exterior, a teoria da organização industrial buscou formular um quadro conceitual e teórico destinado a avaliar as condições sob as quais determinados mercados serão atendidos através de filiais estrangeiras de produção, em vez de serem atendidos pelas próprias empresas locais ou através da importação. Ou seja, enquanto o modelo tradicional do investimento parte do pressuposto de que os fluxos de investimento são determinados pelo diferencial de retorno, a teoria moderna do IDE procura explicar, inicialmente, o que determina a internacionalização da produção.

Embora reconhecendo a importância das EMNs no processo de investimento internacional, Dunning (1973) propõe uma formulação integrada dos diversos condicionantes do IDE. O modelo de Dunning, também chamado de abordagem eclética, apresenta críticas à teoria do ciclo do produto e à teoria de internalização, como sendo explicações parciais do fenômeno de internacionalização da produção. Este modelo de análise dos determinantes da atividade da EMN baseia-se na justaposição de três fatores (Dunning, 1988, 1997, 2001): (i) As vantagens de propriedade (*Ownership*) das EMNs já existentes ou potenciais; (ii) As vantagens de localização (*Locational*) de alguns países para oferecer ativos complementares; e (iii) As vantagens de internalização (*Internalization*), isto é, tendência de empresas detentoras das vantagens específicas de propriedade de combiná-las com os ativos externos do país receptor através do IDE, e não através dos mecanismos do mercado, ou alguma forma de acordos não societários de cooperação.

Deve-se notar que as vantagens relativas à propriedade são classificadas entre as vantagens específicas da firma, enquanto que as vantagens de localização são designadas como vantagens específicas do país receptor do IDE. Deste modo, para Dunning (2001), as estratégias de investimento das EMNs são consequência de uma combinação das vantagens de propriedade, localização e habilidade de formar parcerias com empresas locais.

De acordo com esta abordagem integrada da ação das EMNs, Brewer (1993) propôs a classificação do IDE conforme quatro principais tipos de projetos.

O primeiro deles, “*market-seeking projects*”, trata de projetos de investimentos orientados para atender o mercado interno dos países receptores do IDE. Este tipo de investimento tem um efeito direto de substituição de importação. Mas, em geral, podem resultar numa situação de criação de comércio, particularmente, quando as novas subsidiárias instaladas utilizam-se de produtos intermediários do país de origem do investimento no seu processo de produção (Rugman e Verbeke, 1992).

O segundo tipo de projeto, denominado “*efficiency-seeking projects*”, refere-se a investimentos orientados para a busca de menores custos de produção. Ou seja, busca-se, neste tipo de IDE, a racionalização de uma estrutura de maneira a aproveitar economias de escala e escopo possibilitadas pela gestão unificada de atividades produtivas geograficamente dispersas. Portanto, o IDE, neste caso, é criador de comércio ao nível da firma, na medida em que reflete uma estratégia da EMN baseada na racionalização de suas operações e a especialização de suas filiais dentro de uma rede única de negócios internacionais (Rugman e Verbeke, 1992). Diferente da estratégia de *market-seeking*, estes projetos de IDE são direcionados tanto para o mercado doméstico como internacional.

A estratégia dos *resource-seeking projects* é ter acesso a matérias-primas e à mão-de-obra, ambas com custos relativamente baixos. Neste caso, o IDE é, geralmente, associado ao desenvolvimento de atividades de exportação de produtos intensivos nos recursos disponíveis nos países receptores.

Por fim, os projetos denominados *Asset-Seeking projects* referem-se ao caso em que os ativos estratégicos das empresas estrangeiras são obtidos através da instalação de novas plantas fabris, fusões, aquisição ou operações de *joint ventures*. O objetivo é garantir a realização de sinergias com o conjunto de ativos estratégicos já existentes através de uma estrutura de propriedade comum para atuar em mercados regionais ou globais.

Dentro dessa perspectiva analítica, a vantagem competitiva de uma dada localização tem sido tradicionalmente vista em termos das condições macroeconômicas. Fatores como tamanho e crescimento do mercado, disponibilidade do fator trabalho e seus custos, níveis de inflação e de endividamento externo e a situação do balanço de pagamentos foram sempre considerados os principais indicadores do grau de atratividade da localização para projetos de investimento internacional e comércio.

Deste modo, as variações das estruturas institucionais entre os países têm sido simplesmente desconsideradas ou tratadas apenas como fatores secundários e sem importância para a análise dos determinantes do IDE. Contudo, à medida que os estudos apontavam para as imperfeições dos mercados, cresceu a percepção de que os agentes econômicos podem obter informações proveitosas de outras fontes além dos preços. Arrow (1998) aponta que as instituições evoluíram como resposta às imperfeições no funcionamento dos mercados. Assim como os mercados transmitem informação sobre o ambiente econômico na forma sumária dos preços relativos, as instituições transmitem informação em outras formas sumárias. Toda a questão é saber se elas desempenham bem essa tarefa. Portanto, na concepção de Mudambi e Navarra (2002), o papel das instituições é estritamente relacionado à sua capacidade de resolver as imperfeições do mercado, sendo possível considerá-las como meio de incremento de eficiência do funcionamento das estruturas econômicas de mercado. Deste modo e, sem considerar o tipo de instituições, o papel que elas podem assumir na sociedade é geralmente visto como necessário para cumprir duas principais tarefas (Mudambi e Navarra, 2002): (i) as instituições reduzem os

custos de transação, na medida em que contribuem para a realização dos ganhos de produtividade em larga escala e melhoram o desempenho da tecnologia a ser aplicada; (ii) em um mundo de informação incompleta e assimétrica, a eficiência e qualidade das instituições influenciam diretamente sobre os custos de processamento das informações necessárias para a tomada de decisão.

A importância das instituições na literatura de Negócios Internacionais surgiu pelo fato delas representarem os principais fatores imóveis no mercado globalizado. Em um ambiente internacional caracterizado pela extraordinária mobilidade de empresas e fatores de produção, os sistemas legal, político e administrativo tendem a ser o único quadro imóvel internacionalmente, cujos custos determinam a atratividade internacional de uma localização. Assim, as instituições afetam a capacidade das empresas de interagir e, portanto, afetam os custos relativos de transação e coordenação da produção e inovação.

A abordagem institucional do IDE considera o ambiente formado pelas instituições como uma vantagem locacional e, portanto, deverá constituir-se em uma peça central na explicação dos fluxos de IDE. Este ambiente institucional inclui: (i) Instituições políticas como o tipo de regime, a estrutura nacional da decisão política e o sistema judicial; (ii) Instituições econômicas como a estrutura dos mercados nacionais de fatores e os termos de acesso aos fatores de produção internacional e (iii) Os fatores sócio-culturais como as normas informais, costumes, hábitos e religião (Mudambi e Navarra, 2002).

Dentro desta concepção, o ambiente institucional passou a representar uma vantagem locacional crucial e influenciar significativamente a vantagem competitiva do país hospede do IDE. Como consequência desta abordagem, as EMNs seguem uma estratégia de penetração do mercado através do IDE não apenas para explorar os recursos já existentes nos países receptores, mas também para aumentar as suas próprias competências através da interação com diversas localizações. Ou seja, dentro de uma perspectiva global, investidores buscam localizações cujos ambientes institucionais facilitem o desenvolvimento de suas vantagens específicas de propriedade em nível global (Bevan, Estrin e Meyer, 2004).

É importante salientar que, esta mudança em relação ao papel das instituições políticas na determinação da vantagem locacional, é fruto de uma alteração no próprio conceito da vantagem de localização. Segundo Rugman e Verbeke (2002), a análise ao nível do país (ou seja, da localização) poderá ser ampliada para incluir de um lado comércio regional e investimento e, por outro, *clusters* subnacionais e regionais. No primeiro caso, o conceito de região é resultado de uma decisão política que reflete um esforço institucional para incrementar a integração econômica. Num segundo caso, uma variedade de características sócio-econômicas, demográficas e culturais, define geograficamente as fronteiras de uma região. Esta mudança no próprio conceito de localização permite incluir um amplo leque de fatores na definição de sua vantagem competitiva, em especial, as variáveis relacionadas às instituições e aos mecanismos que permitem aumentar o grau de eficiência do funcionamento da economia de mercado e da sociedade como todo.

## **2.2 Estudos empíricos sobre os determinantes do IDE**

Uma revisão dos trabalhos empíricos sobre os determinantes do IDE mostra uma grande extensão das metodologias utilizadas para estimar a importância dos diversos fatores e variáveis que influenciam a decisão de investimento das EMNs.

A interação entre a economia institucional e a literatura sobre Negócios Internacionais favoreceu o surgimento de uma série de estudos sobre o impacto das instituições sobre o IDE. Basi (1963) e Aharoni (1966) foram entre os primeiros que incluíram as variáveis relacionadas às instituições políticas na análise do IDE. O foco desses estudos é examinar se as instituições políticas têm algum efeito de restrição sobre a decisão de investimento de EMNs. Os resultados dessas pesquisas apontam que, exceto a variável mercado potencial, a instabilidade política foi considerada aquela mais importante em termos de influência sobre a decisão de investimento externo.

Os estudos de Serven e Solimano (1993); Wai e Wong (1982); e Blejer e Khan (1984) mostraram um efeito positivo do crescimento econômico sobre o IDE. Por outro lado, há certo consenso na literatura sobre os efeitos negativos de alguns fatores, tais como os gastos com a dívida externa e as flutuações macroeconômicas, sobre o clima de investimento na medida em que provocam uma situação de instabilidade e incerteza nas economias receptoras do investimento (Serven e Solimano, 1993). Milman (1996), em uma análise dos determinantes do investimento privado em 4 países da América Latina (Argentina, Chile, México e Venezuela), mostrou que a taxa de juros internacional (*Libor*) e o crescimento anual do PIB foram consideradas as variáveis de maior significância na determinação do IDE. Portanto, mesmo que as condições macroeconômicas de estabilidade sejam elementos importantes na decisão do IDE, forças externas, como juros internacionais, têm um papel chave na definição das estratégias de investimento privado.

Entretanto, estudos mais recentes, influenciados pelas abordagens institucionais, buscaram avaliar o impacto das reformas estruturais nos países da América latina sobre os fluxos de IDE. O trabalho de Trevisno, Daniels e Arbeláez (2002) procurou avaliar o impacto das três dimensões da reforma de mercado (dimensão macroeconômica, microeconômica e institucional) sobre os fluxos de IDE em sete países da América Latina, no período de 1988-1999. Os resultados mostram que apenas o Produto Interno Bruto, os programas de privatização e a inflação foram considerados fatores significativos no processo de tomada de decisão de investimento direto. Ou seja, o tamanho do mercado e o grau de estabilidade macroeconômica representam as principais forças que influenciaram os projetos de investimento de EMNs na região.

Por outro lado, Nonnenberg e Mendonça (2004) procuraram estimar, com base em dados de painel para 33 países, os principais determinantes do IDE em países em desenvolvimento no período 1975-2000. Os resultados mostram que fatores como tamanho e ritmo de crescimento do produto, qualificação da mão-de-obra, receptividade em relação ao capital externo, risco país e desempenho das bolsas internacionais de valores, estão entre os principais fatores que influenciam a decisão de investimento das EMNs nos países em desenvolvimento.

Por fim, pode-se afirmar que a literatura revela deficiência em termos de uma análise mais sistemática e multidimensional do processo de IDE na América latina. A maioria dos estudos realizados enfatiza aspectos macroeconômicos na construção de modelos de decisão de investimento. Aqueles que enfatizam a avaliação do impacto dos fatores relacionados ao ambiente institucional sobre os fluxos de IDE enfrentam dificuldades na obtenção de dados e na ligação teórica entre as abordagens institucionais e a teoria de Negócios Internacionais.

### 3. Tendências globais e a participação da América Latina

A análise dos fluxos mundiais de IDE mostrou que a partir do início dos anos 1980s, tornou-se possível delimitar três períodos que correspondem a três padrões de crescimento e de distribuição do IDE. O primeiro período é de 1983 a 1987, o segundo de 1988 a 1992 e o terceiro inicia-se a partir de 1993 até 2000.

Durante o primeiro período, de 1983 a 1987, os fluxos de IDE registraram uma taxa de crescimento da ordem de 29% e uma média total anual de US\$ 72,5 bilhões. A participação dos países desenvolvidos nos fluxos mundiais representava uma média anual de 76%, correspondendo a uma taxa de crescimento média anual de 37%, superando assim a taxa de crescimento dos fluxos globais (UNCTAD, 1996) o que permitia deduzir que o dinamismo de crescimento do IDE tinha seu foco central nos países da tríade (Europa, EUA e Japão). Por outro lado, a participação dos países em desenvolvimento nos fluxos globais de IDE se situava em 24%, com uma taxa de crescimento média anual da ordem de 9%, representando a menor taxa registrada em duas décadas de evolução dos fluxos de IDE (UNCTAD, 1996).

O período de 1988 até 1992 foi caracterizado por uma diminuição substancial no ritmo de crescimento dos fluxos mundiais de IDE, com uma taxa anual média de crescimento na ordem de 1%, e um volume anual médio de US\$ 178,2 bilhões.

A partir de 1993, os fluxos mundiais de IDE registraram uma fase de rápida expansão. Apesar de os países desenvolvidos serem os que mais se beneficiaram deste fluxo, a sua participação relativa apresentou um declínio ao longo da década de 1990. Esta queda pode ser atribuída, em primeiro lugar, ao aumento de atratividade dos países em desenvolvimento, especialmente as economias emergentes com altas taxas de crescimento econômico e com um amplo mercado doméstico. Neste sentido, a participação dos países em desenvolvimento alcançou o valor de 40% em 1997, com um volume de US\$ 193,2 bilhões (UNCTAD, 2004). Em segundo lugar, a partir do início dos anos 1990s, e ao contrário das décadas anteriores, desenhava-se um novo padrão de IDE, caracterizado por uma participação qualitativamente mais significativa dos países em desenvolvimento. Este novo contexto refletia, em termos qualitativos, uma mudança nos próprios fatores determinantes do IDE. As vantagens especificamente ligadas aos fatores locais – tais como estrutura e dimensão dos mercados internos, grau de abertura e de inserção global das economias receptoras do IDE e, sobretudo, um quadro institucional para garantir o funcionamento eficiente da economia de mercado – passaram a representar um papel central na distribuição dos fluxos mundiais de IDE. Dentro deste panorama global de mudanças, a América Latina representava, neste período de 1993 a 2000, um dos motores de crescimento e de atração dos fluxos globais de IDE entre os países emergentes.

Desta forma, em 1980, a América Latina (AL), com um nível de estoque de US\$ 50,4 bilhões, representava uma participação de 7% do estoque mundial de IDE e 17% do total de estoque nos países em desenvolvimento conforme pode ser observado na tabela 1, o que a transformava em uma das principais regiões de destino das atividades das Empresas Multinacionais. Contudo, durante a segunda metade da década dos oitenta, os dados de fluxos de IDE apontaram para uma redução significativa, passando de uma participação nos fluxos mundiais de 13% em 1985, para apenas 5% em 1990 (UNCTAD, 2004). Os motivos desta mudança estão relacionados a um conjunto de fatores, em especial o aumento do risco país associado à crise da dívida e das baixas perspectivas de crescimento econômico.

**Tabela 1: Estoque de IDE no Mundo e na América Latina**

	Em US\$ Milhões e em %						
	1980	1985	1990	1995	2000	2002	2003
Mundo	692.714,00	972.205,00	1.950.303,00	2.992.068,00	6.089.884,00	7.371.554,00	8.245.074,00
PED	301.974,00	402.460,00	547.965,00	916.697,00	1.939.926,00	2.093.569,00	2.280.171,00
AL	50.412,00	80.113,00	116.866,00	200.081,00	512.455,00	581.939,00	647.678,00
ALC/Mundo	7%	8%	6%	7%	8%	8%	8%
AL/PED	17%	20%	21%	22%	26%	28%	28%

Notas: PED: Países em desenvolvimento, AL: América Latina.

Fonte: UNCTAD, 2004.

Apenas a partir do início dos anos noventa, ocorre uma mudança significativa do panorama geral de IDE na região. Enquanto que durante o período de 1980 a 1993, os fluxos de IDE se mantiveram relativamente estáveis, crescendo a uma média anual de 2%, a partir de 1993 os fluxos de IDE cresceram a uma média anual de 30% durante toda a década de noventa. É importante observar que durante os períodos de crescimento dos fluxos mundiais de IDE, entre 1982 e 1993, a participação relativa da América Latina (AL) representava apenas cerca de 5% do IDE total (média entre 1986-1990). Contudo, a partir do início dos anos 1990s, a participação da região nos fluxos mundiais de IDE passou a representar 11% do total, como pode ser observado na tabela 2. Portanto, mesmo que a AL não tenha se beneficiado do primeiro *boom* de IDE, na segunda metade dos anos oitenta, a região passou a ocupar, a partir de 1993, um papel central nas estratégias de investimento das EMNs. Por fim, cabe salientar que a expansão dos fluxos de IDE ocorreu em um ambiente de desregulamentação das operações com capital externo (os chamados regimes de IDE). Durante as últimas duas décadas, os regimes foram concebidos no sentido de incluir o capital externo como vetor de dinamismo para a realização dos objetivos de crescimento e modernização.

**Tabela 2: Fluxos de IDE no Mundo e na América Latina**

	Em US\$ Milhões				
	Mundo	AL	Participação Mundial	PED	Participação Mundial
1980	54957	7485	14%	8392	15%
1993	225495	17487	8%	81488	36%
1994	255901	29702	12%	104294	41%
1995	333812	30809	9%	114885	34%
1996	384960	50198	13%	149759	39%
1997	481911	73275	15%	193224	40%
1998	686028	82040	12%	191284	28%
1999	1079083	108255	10%	229295	21%
2000	1392957	95358	7%	246057	18%
2001	823825	83725	10%	209431	25%
2002	651189	56019	9%	162145	25%

Notas: PED: Países em desenvolvimento, AL: América Latina.

Fonte: Elaboração própria a partir de UNCTAD (2004).

#### 4. Estimação do Modelo de IDE

Com base na revisão teórica, propõe-se um modelo multidimensional de análise dos determinantes do IDE dentro da perspectiva do paradigma eclético, permitindo, assim, considerar fatores macroeconômicos, microeconômicos e institucionais na avaliação do processo de tomada de decisão de investimento das EMNs. Variáveis macroeconômicas são recorrentes em grande parte dos modelos de IDE e buscam captar os efeitos da estabilidade econômica e do desempenho dos agregados econômicos no país receptor sobre os fluxos de IDE. As variáveis ao nível da firma permitem salientar a perspectiva estratégica do investimento da EMN e atribuem ao modelo fundamentos microeconômicos. Por fim, a inclusão de fatores institucionais tem a intenção de capturar os efeitos da qualidade do quadro institucional e de governança pública sobre os projetos de investimento das EMNs.

Deste modo, pode-se especificar a função investimento a ser estimada como a seguinte:

$$\begin{aligned}
 IDE_{it} = & b_0 + b_1 IDE_{it-1} + b_2 VarPIB_{it} + b_3 PIB_{it-1} + b_4 INF_{it} + b_5 PORTF_{it} + b_6 COM_{it} + \\
 & + b_7 CAE_{it} + b_8 TCR_{it} + b_9 CORR_{it} + b_{10} INVPROF_{it} + b_{11} RISCPO_{it} + \\
 & + b_{12} FREE_{it} + b_{13} INTEGR_{it} + e_{it}
 \end{aligned} \tag{1}$$

onde

IDE: é a variável dependente, expressa o valor dos fluxos totais de IDE em relação ao PIB (em %);

$\Delta$  PIB: é a variação real do PIB (em %). Esta variável tem o papel de medir o impacto do crescimento econômico (ou em um nível microeconômico da variação das vendas) sobre o investimento. A relação esperada é positiva;

PIB<sub>t-1</sub>: é o Produto Interno Bruto (defasado em um período) e calculado com base na Paridade do Poder de Compra (PPC) do Banco Mundial (em US\$). É uma *proxy* do tamanho do mercado do país receptor de IDE;

INF: é taxa de inflação, medida pela variação do Índice de Preços ao Consumidor (em variação % ao ano). Mede os efeitos da instabilidade econômica no país receptor do investimento, logo, espera-se uma relação inversa;

PORTF: representa os fluxos de investimento de *portfolio* (em US\$). Assume-se que os movimentos de investimento de curto prazo (*portfolio*) sinalizam condições favoráveis (ou não) ao IDE. A relação esperada é direta.

COM: variável que expressa os fluxos de comércio internacional (Exportações + Importações) do país receptor do investimento com o resto do mundo, em relação ao PIB (em %). Espera-se que o fluxo de comércio tenha efeito direto sobre a decisão de IDE.

TCR: é a variável taxa de câmbio real, calculada a partir da taxa de câmbio nominal bilateral do país doméstico em relação aos EUA (em moeda local por US\$). Os índices de preços adotados para o cálculo são índices de preços ao consumidor (local e EUA). O efeito de uma desvalorização real da moeda local do país receptor de IDE sobre o investimento é ambíguo, na medida que a desvalorização, por um lado, aumenta a competitividade das exportações, mas, por outro, reduz o valor dos resultados financeiros da EMN quando convertidos em US\$;

RISCPO: expressa a variável do risco político do país receptor do IDE. A relação esperada é inversa; i.e., um aumento do risco político inibe as decisões de IDE;

CORR: é o nível de corrupção do país receptor do IDE. Espera-se uma relação inversa.

INVPROF: expressa o perfil do país receptor de IDE. A relação esperada é positiva pois quanto melhor o ambiente para o investimento, maior o IDE)

FREE: expressa o grau de liberdade econômica dos países receptores de IDE. A relação esperada é, portanto, positiva: quanto maior o índice de liberdade econômica, maior a atração de IDE.

INTEG: expressa o envolvimento do país receptor do investimento em projetos de integração regional ou algum tipo de acordo de livre comércio. Assume 1 quando o país é parte de acordo de integração regional e 0 em caso contrário.

Cabe ressaltar que as variáveis risco político, corrupção, perfil do país, liberdade política e integração regional são tipicamente de natureza institucional. As fontes dos dados são: IDE: UNCTAD (dados *on line*); PIB, PORTF e COM: *World Bank (World Development Indicators 2003 CD-ROM)*; INFL e TCR: IMF (*International Financial Statistics*); RICPO, CORR e INVPROF: *International Country Risk Guide-ICRG*; FREE: *Index of Economic Freedom(Wall Street Journal)*.

#### 4.1 Análise dos Resultados

O modelo especificado na equação (1) é estimado utilizando-se o método de painel de dados (*Panel data*), que permite uma abordagem tanto em termos de corte transversal, como em séries temporais. O período de análise é de 1984 a 2001 (dados anuais). Quanto ao componente *cross-section*, a estimação considerou duas alternativas. Primeiro, a estimação para um conjunto geral e amplo de países de economias emergentes, incluindo países da Ásia e da América Latina. Segundo, a estimação é conduzida exclusivamente para os países emergentes da AL. A primeira amostra é constituída por 15 economias emergentes de todo o mundo no período 1987-2001 – logo  $N = 15$  países e  $T = 15$  anos. A segunda amostra é exclusiva para 7 países da América Latina ao longo do período 1984-2001 (i.e.,  $N = 7$  e  $T = 17$ ).

Algumas questões preliminares, de natureza estatística, são importantes antes de discutir os resultados. A primeira delas é que se optou pelo modelo painel de efeitos fixos, com duas direções (i.e., constante e tendência). Outra questão diz respeito à hipótese do modelo clássico, de que as séries devem ser estacionárias. Os testes de raiz unitária poderiam ser aplicados às séries individuais de cada país, porém como tais testes são pouco robustos no presente caso, uma vez que o número de anos nas séries é pequeno, optou-se por não computá-los. Por fim, deve-se discutir as hipóteses a respeito do comportamento do erro estocástico. A hipótese de heteroscedasticidade foi examinada a partir do teste de White<sup>†</sup>, e em ambas amostras não se pode rejeitar a hipótese de que não existe heteroscedasticidade dos resíduos. O problema da autocorrelação é menos importante na medida em que o modelo inclui a variável dependente defasada.

---

<sup>†</sup> O teste de White é dado pela seguinte expressão:  $R^2 \times NT$  onde  $R^2$  é o coeficiente de determinação na equação auxiliar (onde o resíduo da equação principal é a variável dependente) e  $NT$  expressa o total de observações do painel. O teste tem distribuição qui-quadrada, onde a hipótese nula é que não existe heteroscedasticidade.

Os resultados para a amostra de mercados emergentes<sup>‡</sup> mundiais estão descritos na tabela 3. A equação reportada refere-se ao modelo preferido, excluindo as variáveis que não tiveram coeficientes estatisticamente diferentes de zero. Assim, a variação do IDE nas economias emergentes mundiais, no período de 1987-2001, é significativamente influenciada pelo total dos fluxos de comércio do país receptor de IDE, pelo risco político do país, pelo grau de liberdade econômica pela inserção do país receptor em processos de integração regional. Tal resultado demonstra a importância de variáveis institucionais na decisão de investimento das EMNs. Em especial, destacam-se as variáveis relacionadas ao grau de inserção dos países receptores na economia global (tais como correntes de comércio internacional e liberdade econômica).

**Tabela 3: Estimação dos Determinantes do IDE - Economias Emergentes Mundiais**

Variáveis independentes	Coefficiente	t-estatístico	Probabilidade
COM	3,09E-14	1,61	0,1075
RISCPO	0,000665	3,93	0,0001
FREE	0,00487	4,15	0,0000
INTEGR	0,0132	3,21	0,0015
R-squared		0,778	
Adjusted R-squared		0,758	
F-Statistic		40,119	
Prob (F-statistic)		0,000	
Durbin-Watson stat		1,275	
NxT (15x15)		225	

De um modo mais específico, no caso da variável comércio internacional (COM), os resultados indicam que o aumento fluxo comercial entre o país receptor do IDE e o resto do mundo – ocasionado, por exemplo, pela redução das barreiras tarifárias e não- tarifárias – estimulou o ingresso de IDE no país emergente. Considerando a dimensão institucional, as variáveis de risco político, de liberdade econômica e de integração regional mostraram-se estatisticamente significativas, o que confirma as hipóteses iniciais de que os processos de reformas econômicas e de celebração de acordos de livre comércio e integração regional (na forma de acordos de livre comércio, o caso do NAFTA, ou de união aduaneiras, como o caso do Mercosul e da Turquia com a União Européia) tiveram um impacto significativo sobre os padrões de IDE nas economias emergentes.

Os resultados da amostra considerando somente os fluxos de IDE para os países da América Latina<sup>§</sup> estão na tabela 4. A equação final, mantendo-se apenas as variáveis estatisticamente significativas, indica que os determinantes do IDE para a região são o produto interno bruto do país receptor do IDE, a taxa de câmbio real, o risco político, a liberdade econômica e a integração regional.

A diferença da estimação da equação do IDE para a AL, com relação ao total dos países emergentes, reside no fato de que os resultados apontam para uma diferença

<sup>‡</sup> A amostra dos países emergentes inclui China, Índia, Indonésia, Cingapura, Coréia do Sul, Malásia e Turquia.

<sup>§</sup> A amostra inclui Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela.

fundamental no comportamento das EMNs entre as duas regiões. No total das economias emergentes, predomina uma estratégia de busca de eficiência, onde variáveis como fluxo de comércio e liberdade econômica são estimadas como fundamentais na decisão de investimento. Na América Latina predomina uma estratégia orientada para a busca do mercado interno, onde o tamanho do mercado doméstico, a competitividade externa das exportações e as relações preferenciais de comércio comandam a decisão de investir.

De modo mais específico, os resultados evidenciam que o coeficiente do valor absoluto do PIB, expresso em termos de sua paridade de poder de compra, é positivo e estatisticamente significativo ao nível de 10%. Isso significa que quanto maior for o tamanho do mercado interno, maior é o fluxo de IDE. Além disso, o resultado permite afirmar que a estratégia de investimento das EMNs está orientada para a realização de investimentos do tipo Busca de Mercado (*market seeking*), onde as variáveis institucionais constituem os determinantes essenciais na decisão do IDE.

**Tabela 4: Estimação dos Determinantes do IDE - Economias Emergentes da América Latina**

Variáveis independentes	Coeficiente	t-estatístico	Probabilidade
C	-0,0566	-3,79	0,0002
PIB <sub>t-1</sub>	3,19E-14	1,81	0,0720
TCR	-6,77E-05	-2,82	0,0056
RISCPO	0,000922	4,66	0,0000
FREE	0,00567	4,53	0,0000
INTEGR	0,0120	2,25	0,0262
R-squared		0,574	
Adjusted R-squared		0,533	
F-Statistic		14,011	
Prob (F-statistic)		0,000	
Durbin-Watson stat		1,372	
NxT (7x17)		119	

No caso da taxa de câmbio real, o coeficiente estimado é negativo e estatisticamente significativo ao nível de 5%. Isso significa que, numa perspectiva microeconômica e considerando a estratégia da EMN orientada para a busca do mercado doméstico, uma apreciação da taxa de câmbio implica na redução dos custos de importação dos produtos importados e de bens de capital para a modernização das estruturas de produção. Isto permite às EMNs planejar sua produção local no quadro de uma estratégia global de gestão da cadeia produtiva. Além disso, uma apreciação real das moedas locais implica, considerando os fluxos de capitais, na redução do risco país e em uma valorização dos títulos da dívida das economias na AL, já que a maior parte desses títulos é relacionada à variação cambial de suas moedas de origem. Finalmente, a apreciação da moeda local do país receptor implica na valorização dos ativos das EMNs, e, portanto, no aumento da rentabilidade de seus patrimônios.

As variáveis institucionais: risco político; liberdade econômica e integração regional foram estimadas com coeficientes de acordo com o esperado e estatisticamente

significativos. No caso específico da AL, e considerando uma estratégia de busca de mercado interno ou regional, as variáveis institucionais passam a representar vantagens críticas das localizações em relação à possibilidade de atrair novos investimentos e manter a sua competitividade internacional. Deste modo, por um lado, a melhoria do risco político e a conseqüente estabilidade política e econômica no país receptor do IDE, bem como a garantia das liberdades civis, do respeito aos contratos e resolução de conflitos, propiciaram o surgimento de um ambiente jurídico seguro para o desenvolvimento das atividades das EMNs na região. Por outro lado, a inserção do comércio internacional do país no quadro de acordos de negociação de livre comércio e a criação de bases multilaterais ou bilaterais sobre investimento e comércio têm representado fatores cruciais para a definição das estratégias de investimento nas economias emergentes na América Latina.

## 5. Conclusão

Dentre os resultados obtidos pela estimação dos modelos para o total do conjunto de países emergentes e para a América Latina, cabe ressaltar o seguinte. A dimensão macroeconômica representa um fator central na decisão de IDE e na escolha da localização. Os investimentos das EMNs fluem, para as economias em desenvolvimento, inicialmente para as regiões que apresentam os melhores índices de fatores tradicionais determinantes do IDE, tais como tamanho do mercado, crescimento e estabilidade econômica. Ou seja, a estratégia inicial de investimento é influenciada por fatores de ordem macroeconômica. Tais fatores representam as condições básicas para a definição do grau de viabilidade do projeto de investimento e sua manutenção no longo prazo. Entretanto, os anos 1990 representaram uma mudança significativa nos padrões de determinação do IDE, onde as variáveis institucionais e de risco passaram a representar fatores estratégicos na determinação da decisão de investimento da EMN. Esta hipótese foi demonstrada através dos resultados da equação do investimento, estimada para ambas amostras.

Contudo, é preciso relacionar o papel da dimensão institucional ao tipo de estratégia adotada pela EMN nos mercados domésticos ou regionais. A literatura de Negócios Internacionais, especialmente a teoria do paradigma eclético, tem tratado da importância das diferentes dimensões macroeconômica, microeconômica e institucional. Entretanto, tais abordagens têm-se limitado a definir o conteúdo e a importância destas dimensões, procurando determinar o grau de vantagem comparativa locacional, porém sem relacioná-las à estratégia adotada e ao posicionamento da própria EMN no cenário de investimento local e regional.

Os resultados da estimação do modelo demonstram que, no quadro de uma estratégia de busca de mercado local ou regional, a dimensão institucional é predominante na definição do grau de viabilidade de longo prazo do projeto de investimento. Este comportamento decorre do fato de que a eficiência institucional e sua qualidade permitem compensar a assimetria da informação, reduzir os custos transacionais, garantir os meios legais para a solução de controvérsias, gerando desta maneira um ambiente de previsibilidade e estabilidade jurídica, e, sobretudo, permitindo o funcionamento adequado da economia de mercado.

A mudança dos padrões de IDE e de seus determinantes, no quadro do presente estudo, aconteceu sob a influência do papel das instituições na configuração das economias modernas e das relações que se estabeleceram entre os agentes econômicos. Deste modo, é importante salientar que a qualidade de funcionamento e eficiência das instituições

depende, em grande medida, de sua inserção num quadro institucional de negociações multilaterais sobre o comércio e investimento. Para tanto, os anos 1990s representaram um momento decisivo na história das relações multilaterais, na medida em que foram ampliadas as bases e as garantias legais para a proteção dos direitos de propriedade, aprofundada a liberdade comercial e a própria desregulamentação dos mercados. Assim, os processos de integração regional (e.g., Mercosul e NAFTA) e a celebração de acordos de livre comércio, como o caso do México e Chile (entre outros com a União Européia), representaram um novo ambiente para a redefinição das estratégias das EMNs na América Latina e outras economias emergentes.

### **Referências Bibliográficas:**

AHARONI, Y.(1966). The foreign investment decision process. Cambridge, Mass: Harvard Graduate School of Business.

ARROW, K.J.(1998). The place of institutions in the economy: A theoretical perspective. In Y. Hayami, & M. Aoki (Eds.), The institutional foundation of East Asian economic development. London: Macmillan.

BASI, R.S.(1963). Determinants of United States private direct investments in foreign countries. Kent, Ohio: Kent State University Press.

BEVAN, A.; ESTRIN, S; MEYER, K.(2004). Foreign investment location and institutional development in transition economies. *International Business Review*, 13.

BLEJER, M., KHAN, M. (1984). Government Policy and Private Investment in Developing Countries. *IMF Staff Papers*, vol. 31, June.

BREWER, T.A.(1993) FDI in Emerging Market Countries. In: Oxelheim, L.(Ed.) *The Global Race for FDI. Prospects for the Future*. Berlin: Springer-Verlag.

CAVES, R.E. (1971) *Industrial Corporations: The Industrial Economics of Foreign Investment*. *Economica*, Nr.38.

CORDEN, W.M.(1974). The theory of international trade. In: J.H.Dunning (Ed.) *Economic Analysis and the multinational enterprise*. London: George Allen & Unwin Ltd.

DUNNING, John H.(2001) The key literature on IB activities: 1960-2000. In: Rugman, A., Brewer, T.L. *The Oxford Handbook of International Business*. Oxford: Oxford University Press.

DUNNING, John H. (1997) *Alliance Capitalism and Global Business*. London: Routledge.

- DUNNING, John H.(1988) Explaining International Production. London: Unwin Hyman, 1988.
- DUNNING, J.H. (1973). The determinants of international production. Oxford Economic Papers, 25 (November). Pp.289-325.
- HENNINGS, K.(1998) Uma proposta de modelos para a análise dos fluxos de capitais estrangeiros para o Brasil. Boletim do Banco Central. Brasília, vol.34, n.11, 1998.
- HIRSCH, S.(1976). An International Trade and Investment Theory of the Firm. Oxford Economic Papers, 28.
- HYMER, S. (1960), The International Operations of National Firms: a Study in Direct Investment. Tese de Doutorado, Cambridge, MIT Press
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (1998) Report on the Survey of Implementation of Methodological Standards for Direct Investment. Statistic Department. DAFPE (99) 14.
- MARKOWITZ, H.M.(1959). Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments. New York.
- MILMAN, C.D. (1996). Determinants of Private Direct Investment in Latin America: Strategic Implications. International Journal of Management, vol.13, N° 3 (September).
- MUDAMBI, R.; NAVARRA, P. (2002) Institutions and international business: a theoretical overview. International Business Review 11.
- NONNENBERG, M.J.B., MENDONÇA de, M.J.C.(2004). Determinantes dos Investimentos Diretos Externos em Países em Desenvolvimento. IPEA, Texto para Discussão N° 1016. Rio de Janeiro: IPEA
- NORTH, D.C. (1990). Institutions, institutional change and economic development. Cambridge: Cambridge University Press.
- OECD.(1987) International Investment and Multinational Enterprises. Recent Trends in International Direct Investment. Paris: OECD.
- RUGMAN, A.M., VERBEKE, A.(1992) Multinational Enterprise and National Economic Policy. In: Buckley, P., Casson, M. (Eds.) Multinational Enterprises in the World Economy. Essays in Honor of John Dunning. New York: Edward Elgar.
- RUGMAN, A.M.; VERBEKE, A.(2002). Location, Competitiveness, and the Multinational Enterprise. In: A.M.Rugman, & T.L.Brewer (Eds.), The Oxford handbook of international business. Oxford: Oxford University Press.

SERVEN, L., SOLIMANO, A. (1993). Debt Crisis, Adjustment Policies and Capital Formation in Developing Countries: Where Do We Stand?. *World Development*, vol.21, N° 1.

STEVENS, G.V.G.(1974) The Determinants of Investment. In: DUNNING, J.(Ed.) *Economic Analysis and the multinational enterprise*. London: George Allen & Unwin.

TOBIN, James (1958) Liquidity Preferences as Behavior Towards Risk. *The Review of Economic Studies*, vol. 25, n.2. Cambridge.

TREVISAN, L.J., DANIELS, J.D., ARBELÁEZ, H. (2002) Market reform and FDI in Latin America: an empirical investigation. *Transnational Corporation*, vol.11, N° 1(April).

UNCTAD (1996) *World Investment Report 1996. Investment, Trade and International Policy Arrangements*. New York and Geneva: United Nations

UNCTAD.(1998) *World Investment Report 1998. Trends and Determinants*. New York: United Nations, 1998.

UNCTAD. (2004) *World Investment Report 2004. The Shift Towards Services*. New York and Geneva: United Nations.

VERNON, R. International Investment and International Trade in the Product Cycle. *Quarterly Journal of Economics*, 80, 1966.

WAI, T., WONG, C-H. (1982). Determinants of Private Investment in Latin America. *Economic Development and Culture Change*, vol. 28, N° 2 (January).