

Determinantes do Investimento Direto Externo (IDE) na América Latina: Uma Perspectiva Institucional

Mohamed Amal

Departamento de Economia (FURB), Universidade Regional de Blumenau

Fernando Seabra

Departamento de Economia (UFSC), Universidade Federal de Santa Catarina

Resumo

O objetivo deste estudo é examinar os determinantes do investimento direto externo (IDE) na América Latina, com ênfase ao impacto das variáveis institucionais sobre a decisão de investir das empresas multinacionais (EMN). Com apoio na revisão teórica e metodológica, um modelo de painel de dados é estimado para um conjunto de países da América Latina. Os resultados indicam que, na perspectiva da busca de mercados locais ou regionais, fatores institucionais – como grau de liberdade econômica e risco político – são estatisticamente significantes para explicar a atração de IDE.

Palavras-chave: Investimento Direto Externo (IDE), América Latina, Instituições

Classificação JEL: F2

Abstract

The objective of this study is to examine the determinants of foreign direct investment (FDI) in Latin America, with emphasis to the impact of institutional variables on the investment decision of multinational enterprises (MNE). Based on the literature review, a panel data model is estimated for a set on Latin American countries. The empirical findings indicate that, under a perspective of a local or regional market-seeking strategy, institutional factors – as the degree of economic freedom and political risk – are statistically significant to explain FDI attraction.

* Recebido em novembro de 2005, aprovado em novembro de 2006. Os autores agradecem comentários e sugestões obtidos dos participantes do XXXIII Encontro Nacional de Economia de ANPEC (Natal, dez./2005) e também de dois pareceristas anônimos desta revista.
E-mail addresses: amal@furb.br e seabra@cse.ufsc.br.

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, sob a perspectiva teórica e analítica do modelo eclético, examinar os fatores determinantes do IDE, buscando avaliar a importância relativa das dimensões macroeconômicas, 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 (IMF 1998). Além disso, a OECD considera 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 (OECD 1987).

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 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 (por exemplo, Hymer (1960)) 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;
- (iii) As vantagens de internalização: A 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 2002).

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 da produção em uma cadeia internacional de modo 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. 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.

As variações das estruturas institucionais entre os países têm sido desconsideradas ou tratadas apenas como fatores secundários e sem importância para a análise dos determinantes do IDE. Contudo, na medida que os estudos apontavam para as imperfeições no funcionamento dos mercados, cresceu a percepção entre os economistas que os agentes econômicos necessitam outros meios para obter informações proveitosas para tomar decisões. Arrow (1998) argumenta

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, outras instituições transmitem informação em outras formas sumárias. Na concepção de Mudambi e Navarra (2002), o papel das instituições é estritamente relacionado à capacidade de resolver as imperfeições do mercado, sendo possível considerá-las como meio de incremento de eficiência do funcionamento das estruturas 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; e
- (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 institucional 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 et alii 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 em nível de 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

A relação entre o ambiente institucional e a decisão de investir da EMN foi originalmente proposta por Basi (1963) a partir do argumento de que a qualidade das instituições políticas influenciam o IDE. Os resultados destes estudos apontam que, juntamente com a variável mercado potencial, a instabilidade política é a variável mais importante em termos de influência sobre a decisão de investimento externo.

Estudos mais recentes, influenciados pelas abordagens institucionais, buscaram avaliar o impacto das reformas nos países da América latina sobre os fluxos de IDE. Trevisan et alii (2002) avaliam o impacto de três dimensões de reformas 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 dos testes econométricos mostraram que apenas o Produto Interno Bruto, os programas de privatização e as mudanças no índice dos preços ao consumidor foram considerados fatores significativos no processo de tomada de decisão de investimento direto. Ou seja, as variáveis relacionadas à dimensão institucional não são significativas.

Por outro lado, Nonnenberg e Mendonça (2004) – com base em dados de painel para 33 países – encontram resultados que confirmam a hipótese de importância de variáveis que podem ser consideradas institucionais. Além da significância estatística de fatores convencionais, como o tamanho e o crescimento do mercado, são também significantes para a atração de IDE em mercados emergentes a qualificação da mão-de-obra, o grau de receptividade em relação ao capital externo e o risco país.

Outra linha importante de pesquisa é reconhecer a relação entre os fluxos de IDE e o fluxo de comércio entre países de destino e de origem das EMN. O impacto do comércio sobre investimento externo tem sido estimado como significativo em vários estudos, como em Levy-Yeyati et alii (2002). De modo alternativo, comércio e IDE podem ser ambos determinados por um mesmo conjunto de variáveis, como a distância entre o país de origem e destino. Egger e Pfaffermayr (2004) estimam

um modelo gravitacional de equações simultâneas¹ para comércio e IDE, com resultados que indicam que o efeito da distância é significativo para os fluxos de IDE e não significativo para o comércio bilateral. Em termos metodológicos, é importante também ressaltar o rápido crescimento de estudos que adotam modelos gravitacionais aplicados à análise de IDE. Embora tradicionalmente desenvolvidos para explicar fluxos bilaterais de comércio, os modelos gravitacionais têm também sido estimados para investimento estrangeiro com o argumento de que variáveis tradicionais desta abordagem, como distância e tamanho do PIB, são significativas para explicar as decisões de investir das EMN. A incorporação da dimensão institucional em modelos gravitacionais tem ocorrido através da variável distância institucional entre o país de origem e destino do IDE. Um exemplo de estudo desta natureza, para o contexto de países em desenvolvimento, é Bénassy-Quéré et alii (2005).

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 nova fase de crescimento contínuo. 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

¹ O sistema de equações SUR é estimado pelo método de Hausman e Taylor (1991).

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, 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 do anos 1980, 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 AL

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
AL/Mundo	7%	8%	6%	7%	8%	8%	8%
AL/PED	17%	20%	21%	22%	26%	28%	28%

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 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 registrar uma média de 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 o 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 na AL e no Mundo

Em US\$ Milhões					
	Mundo		Participação		Participação
		AL	Mundial	PED	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	65118	9 56019	9%	162145	25%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da UNCTAD (2004),

On Line Data: www.unctad.org

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 considerar tanto fatores macro e microeconômicos, como fatores 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 em 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. Com a intenção de focar a análise nas condições do país de destino, a variável IDE inclui o valor total recebido de investimento direto externo, indistintamente do país de origem.²

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

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

onde

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

Δ 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_{t-1} : 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 a corrente 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\$;

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

INVPROF: expressa o perfil (ou o ambiente) do país receptor de IDE, na avaliação do investidor externo. A relação esperada é positiva pois quanto melhor o ambiente

² Esta especificação distingue o presente modelo daquele adotado em modelos gravitacionais, onde os fluxos de IDE são bilaterais.

para o investimento, maior o IDE);

RISCPO: expressa a variável do risco político do país receptor do IDE. Quanto maior a nota atribuída ao país, menor o risco e, logo, maior a atratividade do país. A relação esperada é, portanto, direta.

LIBEC: 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 (*World Investment Report*); 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*; LIBEC: *Index of Economic Freedom (Wall Street Journal)*.

O modelo especificado na equação (1) é estimado utilizando-se o método de painel de dados. 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 $T = 17$).

4.1. Análise dos resultados

Algumas questões preliminares, de natureza estatística devem ser examinadas antes de discutir os resultados. A primeira delas é que o modelo painel é estimado por efeitos fixos e aleatórios, sendo a decisão pelo mais adequado com base no teste de Hausman. 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. A hipótese de heteroscedasticidade foi examinada a partir do teste de White,³ e em ambas amostras não se pode rejeitar a hipótese de que não existe heteroscedasticidade dos resíduos. Quanto à possibilidade de endogeneidade

³ 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.

dos regressores, assume-se que as variáveis institucionais – pela sua natureza mais estrutural e menos volátil – são conhecidas e portanto exógenas. A variável PIB já é considerada no modelo defasada um período. Para as demais variáveis, inflação, corrente de comércio e taxa de câmbio real, permite-se que elas sejam estimadas como endógenas a partir de um modelo GMM⁴ adotando-se como instrumentos valores defasados das próprias variáveis, o que significa dizer que o IDE depende do valor esperado da inflação, corrente de comércio e taxa de câmbio real.

Com relação aos três modelos de estimação implementados (efeitos fixos, aleatórios e GMM), pode-se afirmar que os resultados (Tabelas 3 e 4) fornecem suporte à validade do modelo de efeitos fixos, uma vez que o teste de Hausman indica, nos caso das duas amostras, que não se pode rejeitar a hipótese nula (que indica que não há diferença entre os resultados da abordagem de efeitos fixos e aleatórios). Além disso, a estimação do painel usando variáveis instrumentais não apresenta qualquer mudança em relação às variáveis estatisticamente significativas obtidos usando efeitos fixos e os coeficientes estimados possuem valores bastante próximos. Assim, a análise a seguir faz referência aos resultados do modelo de efeitos fixos (não obstante estes sejam qualitativamente compatíveis com os outros dois modelos)

Os resultados para a amostra de mercados emergentes 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 e pela inserção do país receptor em processos de integração regional. Tal resultado demonstra a importância de variáveis institucionais na decisão de investimento das EMNs, destacando-se especialmente as variáveis relacionadas à abertura dos países receptores, como o volume da corrente de comércio e o grau de liberdade econômica.

⁴ O modelo GMM (Generalized Method of Moments) é aplicado às duas amostras de modelo painel com o objetivo de tratar um eventual viés de simultaneidade. Dentre outros modelos que tratam de endogeneidade, pode-se destacar, para aplicações em análises de painel de dados, o procedimento de Hausman e Taylor. Esta abordagem é especialmente adequada quando se tem claramente (com base teórica) duas ou mais variáveis endógenas e se estima um modelo de equações simultâneas. Como no presente caso, a ênfase é na estimação do IDE – e sua reação a um conjunto de variáveis institucionais, assumidas como exógenas – o modelo de Hausman e Taylor é menos aplicável.

Tabela 3

Estimação dos determinantes do IDE (variável dependente IDE/PIB) economias emergentes mundiais

Variáveis	Efeitos fixos		Efeitos aleatórios		GMM		
	Coefficiente	<i>t</i> -est Prob	Coefficiente	<i>t</i> -est Prob	Coef	<i>t</i> -estat	Prob
COM	3,09E-14	1,61 0,1075	2,54E-14	1,40 0,1618	2,58E-14	1,18	0,2365
RISCPO	0,000665	3,93 0,0001	0,000862	5,35 0,0000	0,000653	3,61	0,0004
LIBEC	0,00487	4,15 0,0000	0,005045	4,67 0,0000	0,004620	3,59	0,0004
INTEGR	0,0132	3,21 0,0015	0,011232	2,85 0,0047	0,013484	3,05	0,0026
R^2	0,778		0,257		0,769		
R^2 -ajustado	0,758		0,244		0,747		
Teste F	40,119		19,036		-		
Prob. Teste F	0,000		0,000		-		
Durbin-Watson	1,275				1,329		
Teste Hausman ^a	-		25,21		-		
NxT (15x15)	225		225		210		

^aO teste de Hausman tem distribuição Quiquadrada com $k=4$ (no. de variáveis independentes no modelo) graus de liberdade, onde aceitação H_0 pode ser interpretada como resultado que apoia a escolha de efeitos fixos.

De um modo mais específico, no caso da variável comércio internacional (COM), os resultados indicam que o aumento dos fluxos comerciais 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 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.

Os resultados da estimação da equação do IDE para a AL, com relação ao total dos países emergentes, aponta para um comportamento distinto das EMNs nas 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.

Tabela 4

Estimação dos determinantes do IDE (variável dependente IDE/PIB) economias emergentes mundiais

Variáveis independentes	Efeitos fixos		Efeitos aleatórios		GMM	
	Coefficiente	<i>t</i> -est Prob	Coefficiente	<i>t</i> -est Prob	Coef	<i>t</i> -estat Prob
C	-0,0566	-3,79 0,0002	-0,0530	-3,69 0,0003		
PIB _{<i>t</i>-1}	3,19E-14	1,81 0,0720	-3,9E-15	-0,31 0,7495	3,10E-14	1,76 0,080
TCR	-6,77E-05	-2,82 0,0056	-1,5E-05	-0,94 0,3489	-7,63E-05	-2,90 0,004
RISCPO	0,000922	4,66 0,0000	0,000874	4,54 0,0000	0,000917	4,63 0,000
LIBEC	0,00567	4,53 0,0000	0,006188	5,09 0,0000	0,005666	4,52 0,000
INTEGR	0,0120	2,25 0,0262	0,0196	4,19 0,0001	0,012024	2,25 0,026
<i>R</i> ²	0,574		0,406		0,574	
<i>R</i> ² -ajustado	0,533		0,381		0,533	
Teste <i>F</i>	14,011		16,404			
Prob. Teste <i>F</i>	0,000		0,000			
Durbin-Watson	1,372		1,373			
Teste Hausman ^a	-		18,53			
<i>N</i> × <i>T</i> (15 × 15)	119		119		119	

^aO teste de Hausman tem distribuição Quiquadrada com $k = 5$ (no. de variáveis independentes no modelo) graus de liberdade, onde aceitação H_0 pode ser interpretada como resultado que apoia a escolha de efeitos fixos.

De modo mais específico, os resultados evidenciam que o coeficiente 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*).

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 moeda doméstica implica na redução dos custos de importação de insumos e de bens de capital para a modernização das estruturas de produção. Embora os ativos locais tornem-se mais caros em termos

de moeda estrangeira, a valorização da moeda doméstica para as EMNs que visam o mercado interno aumenta o poder de compra dos lucros auferidos em moeda local (em termos de moeda estrangeira), o que eleva a rentabilidade esperada das EMNs.

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. Deste modo, por um lado, a melhoria do risco político e a conseqüente estabilidade política, 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 adesão do país em relação a acordos preferenciais, bilaterais ou regionais, de comércio e de investimento constitui-se como fator crucial para a definição das estratégias de investimento nas economias emergentes da América Latina.

5. Conclusão

Dentre os resultados obtidos decorrentes da estimação do modelo para o total do conjunto de países emergentes e para a América Latina, cabe ressaltar a importância de variáveis institucionais como fatores estratégicos na determinação da decisão de investimento das EMNs. Para ambas amostras, as variáveis de ambiente institucional: risco político e liberdade econômica foram estatisticamente significativas para explicar a decisão de IDE.

Pode-se, contudo, relacionar o papel da dimensão institucional à estratégia adotada pela EMN. Os determinantes do IDE, encontrados como estatisticamente significativos nos dois casos, permitem afirmar que a estratégia predominante para os países emergentes em nível mundial tem sido de busca de eficiência; enquanto que para a América Latina, domina o motivo de busca de mercado.

Neste mesmo sentido, os resultados indicam que, no quadro de uma estratégia de busca de mercado local ou regional, a dimensão institucional assume um papel predominante na decisão pela localização do investimento direto externo. Este comportamento decorre do fato de que a eficiência institucional e sua qualidade permitem compensar a assimetria da informação, reduzir os custos transacionais e garantir os meios legais para a solução de controvérsias, gerando desta maneira um ambiente de estabilidade jurídica e, sobretudo, tornando o mercado mais transparente e menos instável.

É importante salientar, ainda, a influência do grau de integração do país emergente em termos de acordos regionais sobre a decisão do IDE. A significância estatística desta variável situa 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) como um fator adicional de atração de IDE para as economias emergentes da América Latina.

Referências bibliográficas

- Arrow, K. J. (1998). The place of institutions in the economy: A theoretical perspective. In Hayami, Y. & Aoki, M., editors, *The Institutional Foundation of East Asian Economic Development*. Macmillan, London.
- Basi, R. S. (1963). *Determinants of United States Private Direct Investments in Foreign Countries*. Kent State University Press, Kent, Ohio.
- Bénassy-Quéré, A., Coupet, M., & Mayer, T. (2005). Institutional determinants of foreign direct investment. CEPII, Working Paper 05.
- Bevan, A., Estrin, S., & Meyer, K. (2004). Foreign investment location and institutional development in transition economies. *International Business Review*, 13(1):43–64.
- Brewer, T. A. (1993). FDI in emerging market countries. In Oxelheim, L., editor, *The Global Race for FDI. Prospects for the Future*. Springer-Verlag, Berlin.
- Corden, W. M. (1974). The theory of international trade. In Dunning, J. H., editor, *Economic Analysis and the Multinational Enterprise*. George Allen & Unwin Ltd., London.
- Dunning, J. H. (1973). The determinants of international production. *Oxford Economic Papers*, 25:289–325.
- Dunning, J. H. (1988). *Explaining International Production*. Unwin Hyman, London.
- Dunning, J. H. (1997). *Alliance Capitalism and Global Business*. Routledge, London.
- Dunning, J. H. (2001). The key literature on IB activities: 1960-2000. In Rugman, A. & Brewer, T. L., editors, *The Oxford Handbook of International Business*. Oxford University Press, Oxford.
- Egger, P. & Pfaffermayr, M. (2004). Distance, trade and FDI: A Hausman-Taylor SUR approach. *Journal of Applied Econometrics*, 19(2):227–46.
- Hausman, J. & Taylor, W. (1991). Panel data and unobservable individual effects. *Econometrica*, 49(6):1377–98.
- Hennings, K. (1998). Uma proposta de modelos para a análise dos fluxos de capitais estrangeiros para o Brasil. *Boletim do Banco Central*, 34(11):217–255.
- Hirsch, S. (1976). An international trade and investment theory of the firm. *Oxford Economic Papers*, 28(2):258–270.
- Hymer, S. (1960). *The International Operations of National Firms: A Study in Direct Investment*. PhD thesis, MIT, Cambridge.
- IMF (1998). Report on the survey of implementation of methodological standards for direct investment. *DAFFE*, 99(14). Statistic Department.
- Levy-Yeyati, E., Stein, E., & Daude, C. (2002). Regional integration and the location of FDI. IADB, Research Dept.
- Markowitz, H. M. (1959). *Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments*. Wiley, New York.
- Mudambi, R. & Navarra, P. (2002). Institutions and international business: A theoretical overview. *International Business Review*, 11(1):35–55.
- Nonnenberg, M. J. B. & Mendonça, M. J. C. (2004). Determinantes dos investimentos diretos externos em países em desenvolvimento. IPEA, Texto para Discussão 1016. Rio de Janeiro.
- OECD (1987). *International Investment and Multinational Enterprises. Recent Trends in International Direct Investment*. OECD, Paris.
- Rugman, A. M. & Verbeke, A. (2002). Location, competitiveness and the multinational

- enterprise. In Rugman, A. M. & Brewer, T. L., editors, *The Oxford Handbook of International Business*. Oxford University Press, Oxford.
- Tobin, J. (1958). Liquidity preferences as behavior towards risk. *The Review of Economic Studies*, 25(2):65–86.
- Trevisan, L. J., Daniels, J. D., & Arbeláez, H. (2002). Market reform and FDI in Latin America: An empirical investigation. *Transnational Corporation*, 11(1):29–48.
- UNCTAD (1996). *World Investment Report 1996. Investment, Trade and International Policy Arrangements*. United Nations, New York and Geneva.
- UNCTAD (2004). *World Investment Report 2004. The Shift Towards Services*. United Nations, New York and Geneva.