

Ingridhe de Moraes Magalhães

SAÍDA DE INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO DE PAÍSES EMERGENTES

Dissertação submetida ao Programa de Pós Graduação em Economia da
Universidade Federal de Santa Catarina para a obtenção do Grau de mestre em
economia

Orientador: Prof. Dr. Roberto Meurer

Florianópolis

2017

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Magalhães, Ingridhe de Moraes SAÍDA DE INVESTIMENTO
DIRETO EXTERNO DE PAÍSES EMERGENTES / Ingridhe de
Moraes Magalhães ; orientador, Roberto Meurer, 2017.
71 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de
Santa Catarina, Centro Sócio-Econômico, Programa de
Pós-Graduação em Economia, Florianópolis, 2017.

Inclui referências.

1. Economia. 2. Investimento Direto Externo . 3.
Emergentes . 4. VECM . 5. Paradigma eclético . I.
Meurer, Roberto . II. Universidade Federal de Santa
Catarina. Programa de Pós-Graduação em Economia. III.
Título.

Ingridhe de Moraes Magalhães

SAÍDA DE INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO DE PAÍSES EMERGENTES

Esta Dissertação foi julgada adequada para obtenção do Título de mestre, e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós Graduação em economia.
Florianópolis, 28 de Abril de 2017.

Prof. Dr. Jaylson Jair da Silveira

Coordenador do Curso

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Roberto Meurer

Orientador

Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Dr. Hoyêdo Nunes Lins

Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Dr. Fernando Seabra

Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Dr. Aderbal Oliveira Damasceno

Universidade Federal de Uberlândia

(Videoconferência)

Este trabalho é dedicado a minha avó, Maria Ribeiro de Moraes
e a todos os trabalhadores brasileiros.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, em primeiro lugar, pelo caminho exuberante que sempre proporcionou nessa jornada.

Ao meu orientador Roberto Meurer, por me guiar neste trabalho com profissionalismo e competência.

À minha família por tudo de essencial a mim dado, em particular, agradeço a dona do meu amor mais puro, cuja inspiração é infinita, Dona Vilani. Agradeço ao meu pai Alcides, por me inspirar com seu modo de viver. Também as minhas manas Monike e Natália, as quais palavras nunca seriam justas.

Sou grata aos que passaram pela minha vida nessa trajetória e mais ainda pelos que ficaram. Agradeço ao menino Ivan, brasileiro e líder das massas rurais pela amizade e toneladas de histórias épicas vividas, que fizeram com que esses dois anos parecessem uma década e ainda sim passassem rápido.

À Ana e Elisa por tantas experiências, conhecimento, amor e doçura compartilhados.

Ao Rafael, cujo amor e amizade sempre carregarei, desde a graduação.

Ao menino João da dívida, um grande leonino.

Ao Adilson, o meu guru intelectual.

A todos os amigos do mestrado e da salinha. No mundo, todas as tardes com café, *insights* e economia serão nossas.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) por custear este trabalho.

Minha reverência a todos os trabalhadores brasileiros, os suportes da sociedade e universidade.

A todos os dias de sol, à natureza, a tudo de belo que vi, vivi e me fizeram enxergar o aprendizado e esta experiência com olhar de encantamento.

A maior riqueza do homem
é a sua incompletude.
Nesse ponto sou abastado.
Palavras que me aceitam como sou - eu não aceito.

Não aguento ser apenas um sujeito que abre portas,
que puxa válvulas, que olha o relógio,
que compra pão às 6 horas da tarde,
que vai lá fora, que aponta lápis,
que vê a uva etc. etc.

Perdoai
Mas eu preciso ser Outros.
Eu penso renovar o homem usando borboletas.

Manoel Barros

RESUMO

O presente trabalho objetiva examinar os determinantes da saída de Investimento Direto Externo (IDE) de países emergentes. Em termos empíricos, argumenta-se que houve um rearranjo na estrutura de concentração do investimento, onde nações emergentes passaram de apenas grandes receptoras de investimento, para economias com papel ativo na agenda de investimento global. A pesquisa conta com o apoio do modelo Vetorial de Correção de Erro (VEC), modelo *Fully Modified OLS* (FMOLS) e um modelo de Efeitos fixos, todos estimados para um conjunto de quinze países emergentes, no recorte temporal de 1995 a 2014. Sob a luz do paradigma eclético de Dunning, concluiu-se por meio dos métodos de estimação que empresas emergentes se internacionalizam em busca de mercado. Para além, o investimento direto dos emergentes também é influenciado pelo índice do PIB, índice de complexidade econômica e saldo em transações correntes.

Palavras-chave: Investimento Direto Externo 1., Emergentes 2., Dunning 3., Paradigma eclético ,FMOLS 4., Efeitos fixos 5., VECM 6.,

ABSTRACT

The present work aims to examine the determinants of the outflow of Foreign Direct Investment (FDI) from emerging countries. In empirical terms, it is argued that the rearrangement occurs in the investment concentration structure. Emerging countries become more than large recipients of investment for economies with an active role in the global investment agenda. We estimate three different models, Error Correction Vector (VEC), Fully Modified OLS (FMOLS) and a Fixed Effects model, for a set of fifteen emerging countries, between 1995 and 2014. Guided by the Eclectic Paradigm Of Dunning, we conclude that the emerging companies internationalize in search of new markets. In addition, the outflow of FDI by emerging countries is also influenced by the GDP index, economic complexity index and balance of current account.

. **Keywords:** OFDI 1.Dunning 2.Panel 3.FMOLS 4.Panel 5.Emerging 6.VECM

LISTA DE FIGURAS

Figura 1- Evolução Global do Fluxo de entrada de IDE 1970 a 1990 (Milhões de dólares correntes).	33
Figura 2- Evolução do Investimento em Portfólio líquido 1970 a 1990 (Bilhões de dólares correntes)	34
Figura 3- Fluxos de saída de IDE global de acordo com grupos econômicos - 1970 a 2015 - (em milhões de dólares correntes)	35
Figura 4- Ritmo de crescimento: exportações, valor adicionado da indústria, estoque de saída de IDE e PIB Mundial	36
Figura 5- Valor das vendas de multinacionais F&A's por setor, 1990-2015 (milhões de dólares correntes).	37
Figura 7 – Fluxo entrada de IDE para países emergentes de Ásia e América latina de 1970 a 2015 – (milhões de dólares).....	40
Figura 8- Saída de IDE global de acordo com grupos econômicos - 1990 a 2014	42
Figura 9 - Maiores destinos do IDE dos países emergentes (%) - 2013.....	43
Figura 10–Fluxo global de entrada IDE em países emergentes distribuídos por setor e dividido por regiões - 2014 (%)	43
Figura 11 - Fluxo de saída de IDE por grupos e regiões – 2012 a 2014 (em bilhões de dólares)	44
Figura 12 Estoque global de entrada IDE distribuídos por setor e dividido por grupos – 2014 (%).....	44

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Participação do fluxo de entrada de IDE global, por região - (média em %)	40
Tabela 2- Participação do fluxo de saída de IDE global, por região - (média em %)	41
Tabela 3- Estatística descritiva das variáveis – 1995 a 2014	59
Tabela 5- Definição do Número de Defasagens	62
Tabela 7- Resultados da estimação de curto prazo do modelo VEC	64
Tabela 8- Resultado das estimacões do modelo FMOLS	65
Tabela 9- Resultados da estimação do modelo de Efeitos fixos	65
Tabela 10- Resumo dos resultados	66

LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Descrição das variáveis.....	55
Quadro 2 - Variáveis: justificativa e relação esperada.....	57
Quadro 3 - Teste de Raiz Unitária das variáveis.....	60

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABERT- Abertura Econômica

ADF- Augmented Dickey-Fuller

AIC - Akaike Information criterion

COMPLEX- Índice de Complexidade Econômica

ENTRADA.IDE- Fluxo de Entrada de Investimento Direto Externo

FMI- Fundo Monetário Internacional

FMOLS- Fully Modified Ordinary Least Squares

IND_PIB_IMF- Índice do PIB

IND.CAMBIO- Índice do câmbio real

JURO –Taxa de Juros Real

SAÍDA.IDE- Fluxo de Saída de Investimento Direto Externo

SALDO.COR - Saldo em transações Correntes

OCDE- Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Econômico

VECM - Vector Error Correction Model

UNCTAD- United Nations Conference on Trade

REC.NAT - Recursos Naturais

PIB -Produto Interno Bruto

IDE –Investimento direto externo

F&A – Fusões e Aquisições

P&D – Pesquisa e Desenvolvimento

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	25
2 REFERENCIAL TEÓRICO: ENSAIOS SOBRE EVOLUÇÃO DO INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO COMO PARADIGMA.....	26
2.1 Paradigma Eclético: a internacionalização à luz de Dunning	28
3 AS PERSPECTIVAS E VERTENTES DO IDE NO CONTEXTO MUNDIAL	32
3.1 IDE: Definições e diretrizes.....	32
3.2 A evolução do fluxo mundial de IDE.....	33
3.3 A tendência desconcentradora do IDE: o papel dos emergentes	38
3.4 Paradoxo de Lucas: a convergência dos fluxos de capitais em economias emergentes.....	45
4 REVISÃO EMPÍRICA.....	47
4.1 Saída de Investimento Direto: Uma revisão sistemática de estudos empíricos.....	47
5 ESTUDO EMPÍRICO	51
5.1 Metodologia	51
5.1.1 Estimador FMOLS (<i>fully Modified OLS</i>).....	52
5.1.2 VECM (<i>Vector Error Correction Model</i>)	53
5.1.3 Dados em painel.....	54
5.2 Base de dados.....	54
5.2.1 Busca por ativos estratégicos	57
5.2.2 Busca por Recursos	58
5.2.3 Busca por mercado.....	58
5.3 Análise empírica.....	59
5.3.1 Resultados	59
5.3.2 VEC.....	63
5.3.3 Modelo FMOLS	64
5.3.4 Modelo de Efeitos fixos	65
5.4 Discussão dos resultados.....	66
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	69
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	71

1 INTRODUÇÃO

Desde a década de 70 os fluxos internacionais de capitais vem tomando proeminência frente aos investimentos em fundos públicos e empréstimos bancários. Neste rearranjo, o volume do investimento direto externo (IDE) se expandiu e era majoritariamente composto por projetos *Greenfield*. Tendência esta que se alterou na década seguinte, marcada por um crescimento sem precedentes em fusões e aquisições (F&A), em particular na indústria manufatureira. O fluxo de entrada e saída de IDE, se dava majoritariamente no âmbito da tríade composta por Estados Unidos, Japão e União Europeia.

Mudanças importantes referentes à concentração do investimento iniciaram-se em meados da década de 90. No contexto, a expansão dos fluxos trouxe a tona um novo perfil de investimento. Embora os fluxos de capital estivessem em grande parte concentrados no âmbito da tríade, países emergentes começaram a tomar mais relevância nos fluxos de entrada e saída de IDE.

Ao longo da última década é possível notar o aumento não apenas do volume, mas também na participação relativa do investimento externo partindo das nações emergentes. Além de grandes receptoras de IDE, participando de 55% do volume total de entrada de IDE, as nações emergentes chegaram a representar 39% do volume total de investimento da saída de IDE no ano de 2014. Dentre os emergentes destaca-se o grupo de investimento asiático e latino, que serão objeto de estudo desse trabalho.

Sob este contexto, pretende-se investigar os determinantes da saída de IDE de países emergentes por meio da análise dos resultados de três modelos econométricos distintos, são eles: Modelo Vetorial de Correção de Erro (VEC), além do método *Fully Modified OLS* (FMOLS) e um modelo de Efeitos fixos. A estimação dos resultados é estruturada em um painel de dados com quinze países emergentes no hiato temporal de 1995 a 2014.

Para além do estudo empírico, objetiva-se contextualizar a dinâmica do investimento externo através de uma análise descritiva dos rearranjos e tendências globais do IDE ao longo da história. O trabalho busca examinar, num menor recorte, a evolução dos fluxos de IDE com o foco voltado nas economias emergentes.

Ademais, o primeiro fator que distingue este trabalho dos demais estudos sobre o IDE está no fato de que se considera o fluxo de saída de IDE do país de origem do investimento, sem considerar o destino, a fim de auferir os determinantes de repulsão do investimento direto. Além disto, o trabalho conta com uma amostra de emergentes que combina países latinos e asiáticos estabelecendo um parâmetro entre três resultados de métodos econométricos distintos. As contribuições destes resultados serão ajustadas aos motivos da internacionalização contidos no Paradigma Eclético de Dunning (2001).

A expansão do volume do IDE no período abordado neste trabalho destaca a relevância do tema. De 1995 a 2014 a saída de IDE global mais do que dobrou, contudo, a relevância do investimento direto externo extravaza o volume dos fluxos, em virtude de que se trata de um investimento de longo prazo e afeta positivamente a renda, a produtividade e expansão do capital físico do país hospedeiro do investimento, desempenhando um papel estratégico para a reestruturação industrial de países emergentes. Este processo pode conduzir a atividades inovativas, em função da maior integração da economia doméstica com atividades de P&D internacional.

O trabalho está dividido em seis partes. Além desta primeira introdução, a segunda sessão traz um debate teórico acerca da evolução da teoria do IDE. A terceira sessão trata de exibir a evolução dos fluxos globais de IDE, e em especial, um panorama do investimento externo em nações emergentes. A quarta sessão se dedica ao levantamento de estudos empíricos relacionados à entrada e saída de investimento. A quinta parte se dedica à análise empírica dos determinantes do IDE através dos modelos VEC, FMOLS e Efeitos fixos. A sexta a última parte traz as considerações finais do trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO: ENSAIOS SOBRE EVOLUÇÃO DO INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO COMO PARADIGMA

Antes da década de 50, o arcabouço teórico mais aceito para explicar a dinâmica do investimento direto era a Teoria do Capital, que atestava com base em estudos empíricos que o fluxo de investimento internacional tendia a migrar para localidades com maiores taxas de juros, dizendo de outro modo, o movimento dos fluxos de IDE era explicado, sobretudo, pelo diferencial das taxas de juros entre dois países. Nesse período, os Estados Unidos eram os maiores responsáveis pelo investimento externo, que era direcionado, em especial, para a Europa com altas taxas de retorno (Mundell, 1960). Contudo, a Teoria do Capital mostrou-se questionável, dada a hipótese de que o IDE era explicado apenas por taxas de retorno, haveria de existir um fluxo unidirecional de recursos para nações com maiores taxas de juros. Em contraponto, dados empíricos atestavam a existência de um fluxo de recursos cruzados entre as nações. Fato reforçado na década de 60, com as inversões nas tendências de rendimento, localidades como a Europa se tornaram menos rentáveis e ainda sim, permaneceram com fluxo de IDE estadunidense crescente.

À vista disso, Hymer (1976) reconhece que teorias tradicionais pautadas nas taxas de retorno só se mostravam adequadas para descrever o investimento em portfólio, de cunho curto prazista cuja dinâmica é distinta do IDE. No caso deste último, a motivação para o investimento externo advém da busca pelo controle da firma. Hymer admite que este processo seja circunscrito pelas imperfeições de mercado, que impedem o investidor de se apropriar de todo o lucro potencial que a operação internacional pode lhe render. Desse modo, para que o lucro seja maximizado, é preciso existir em alguma medida o controle da operação internacional, concedido pelo IDE, ou ante a diminuição da competição, através de um possível conluio entre empresas produtoras.

Esta perspectiva foi denominada Teoria do Poder de Mercado e representou uma ruptura na concepção dos determinantes do IDE, uma vez que refuta o argumento de que a internacionalização fosse explicada apenas pela busca de menores custos de produção ou maiores taxas de retornos. À frente, Hymer (1976) analisa a capacidade das firmas de dominarem seus mercados específicos, maximizar o lucro e desenvolver poder de mercado. Numa progressão, as firmas em seus estágios iniciais conquistariam *market share* através de fusões e aquisições, expandindo sua capacidade e seu poder de mercado, o que conseqüentemente aumentaria os lucros e, na medida em que mercado doméstico oferecesse limitações para a expansão, a firma investiria em operações externas através do IDE (DIB, 2008). Três fatores que influenciam este processo são: i) a existência de vantagens específicas que podem ser exploradas em outros países e que já estão esgotadas no país de origem; ii) a remoção de conflitos; iii) e a estratégia de diversificação. Contudo, o ambiente internacional é competitivo e existem custos de adaptação a outro país- sejam de comunicação e de aquisição de informação- e para competir com as empresas locais neste ambiente competitivo, as multinacionais precisam ter alguma vantagem competitiva, isto é, para se internacionalizar é preciso dispor de algum poder de mercado.

Apesar destes avanços, a teoria se mostrou incapaz de explicar o IDE oriundo de nações emergentes, dado que essas empresas geralmente não possuem vantagens tecnológicas que criem algum poder de mercado. Além de Dunning e Rugman (1985), Caves *et al.* (1982) apontam deficiências na teoria de Hymer. Caves *et al.* (1982) indicam que as vantagens competitivas das empresas são necessárias, mas não suficientes para explicar a internacionalização. Além do que, para os autores, a teoria não confere a importância necessária a fatores locais e de acolhimento. Enquanto Dunning & Rugman (1985) assinalam que apesar da teoria de Hymer tomar as imperfeições de mercado como dadas, o autor não explora as conseqüências destas falhas de mercado.

Logo em seguida surgiria a Teoria da Internalização. Nessa interpretação, os estudos iniciais começaram com Coase (1937; 1960) tratando de coordenação de atividades produtivas e custos de transação. Ao contrario da Teoria do Poder de Mercado, a ênfase da Teoria da internalização está na maximização de lucro por meio da eficiência na troca de produtos intermediários, e não pela exclusão de rivais no mercado de bens finais (DIB, 2008). Coase (1937; 1960) atribui papel central ao empreendedor, ou algum outro responsável pela liderança da firma, tornando-o decisório na diferenciação e crescimento da empresa, graças à visão de que a firma seria o resultado de uma maior divisão social do trabalho. Nessa perspectiva teórica, o crescimento depende da capacidade de organizar atividades adicionais. Ou seja, o grau de internalização das atividades define o crescimento da firma, que se tornaria maior conforme transações adicionais fossem organizadas pelo gestor e menor quanto diminuíssem o número de transações organizadas.

A Teoria da Internalização foi formalmente proposta por Buckley e Casson (1976). Sob a ótica dos autores, a empresa é analisada não apenas pela sua capacidade de produção, mas também pela sua habilidade de gerenciamento de atividades geograficamente dispersas. Buckley e Casson (1976) notaram que firmas maiores, com mais alta intensidade em pesquisa e desenvolvimento (P&D) e em setores de maior concentração industrial internalizam mais suas atividades produtivas. Aliás, dentre as firmas que se tornavam multinacionais também se verificou a tendência à prática de integração vertical¹ e horizontal². Entretanto, tais formas de internalização (vertical e horizontal) tornam os negócios modernos mais complexos, expandindo a gama de funções da firma para além da produção de bens e serviços. Logo, atividades como *marketing*, P&D, administração de procedimentos bancários e de ativos financeiros se tornam essenciais nesse contexto. As referidas atividades são interconectadas por um fluxo intermediário de produtos, sejam eles conhecimento, *expertise*, capital humano ou até matérias semi-processadas. Dada a complexidade dos novos produtos intermediários, algumas mudanças na organização e na forma de fazer negócios foram demandadas, dentre estas transformações está o aumento da internacionalização. Dizendo de outro modo, em detrimento dos maiores custos com bens intermediários as firmas optariam por internalizar a produção através de integração vertical além das fronteiras nacionais, o que, por conseguinte, daria origem a empresas multinacionais. Nesses termos, o limite para a internalização estaria onde o custo marginal se igualasse ao benefício marginal.

De modo a elencar os fatores de decisões à internalização, Buckley e Casson (1976) enumeram quatro grupos: i) fatores relacionados à empresa e ao nível de especialização do corpo gerencial; ii) fatores geográficos e sociais relacionados ao mercado; iii) fatores políticos e fiscais entre as nações; iv) fatores relacionados a natureza do produto e a estrutura do mercado interno- nesse ponto estão incluídas as relação de escalas mínimas eficientes de produção dos diferentes estágios produtivos.

Todavia, autores como Mtigwe (2006) destacam algumas limitações à abordagem supracitada. Uma delas é a ênfase na minimização de custos como a principal motivação para a internalização, fato que pode resumir a dinâmica da internacionalização a algo simplório. Além do fato de que a abordagem pode omitir o poder de mercado do produto final da internalização, focando apenas no processo produtivo da firma.

Rugman (1986) continua a investigar os motivos da internacionalização das empresas, todavia, do ponto de vista das imperfeições do mercado. O autor detecta dois tipos de imperfeição de mercado: i) a origem do conhecimento da produção de bens de consumo coletivo ii) a falta de direitos de propriedade reconhecidos internacionalmente. Nesse aspecto, as falhas de mercado são os fatores que orientam a internalização da produção além das fronteiras nacionais.

Sob outra perspectiva, está a Teoria do Ciclo do Produto desenvolvida por Vernon (1966), a princípio, seu objetivo era investigar o IDE praticado por empresas norte-americanas na Europa Ocidental no período pós Segunda Guerra Mundial. Nesse particular, a teoria buscava examinar os determinantes da internacionalização do ponto de vista de uma estrutura oligopolística, nesse ponto, detecta três estágios do ciclo da produção: i) a inovação; ii) a maturação; e iii) a padronização.

No que tange as três fases, a primeira delas é marcada pela introdução e inovação da produção, onde os produtos são vendidos em países com maiores rendas e habilidades. Logo, se o produto se estabelece nesse mercado, sua produção se intensifica, de modo que novos mercados são explorados e a exportação se desenvolve. Por conseguinte, determina-se a segunda fase, onde se considera um cenário de expansão da demanda internacional e a elasticidade preço da demanda se torna relativamente baixa, fato que atrai concorrentes ao mercado. Assim sendo, no intuito de suprir a crescente demanda do mercado externo, a empresa instala uma filial no exterior, uma vez que se torna mais vantajoso se internacionalizar a continuar exportando. Nesse contexto, dá-se a terceira fase, onde a expansão da competição leva a padronização da produção, fazendo com que monopólio da tecnologia vá continuamente desaparecendo. Portanto, graças ao conhecimento da técnica da produção, o foco se volta para a competição por preço, e em busca de menores custos de produção a fabricação migra para áreas onde os custos de produção são os mais baixos possíveis. Em seguida, o produto é exportado para o país de origem da inovação e é eliminado para favorecer a inovação de outro produto. Isto é, nesta fase o exportador passa a ser importador³ (VERNON, 1996).

¹ Produziam produtos intermediários dos vários estágios do mesmo processo produtivo.

² Integravam outras infraestruturas no mesmo estágio da produção.

³ A indústria de computadores ilustra o ciclo da produção de Vernon, tendo em vista que inicialmente foram produzidos pelos Estados Unidos, seguidos pelo Japão e apenas posteriormente pela China, que

Todavia, nota-se que multinacionais modernas não seguem exatamente esses três estágios, inclusive, muitas delas estabelecem seus centros de P&D em outros países. A incapacidade de explicar esse processo levou Vernon a lançar a segunda versão da teoria em 1974, determinando três estágios do oligopólio: i) oligopólio inovador; ii) oligopólio maduro; iii) oligopólio envelhecido. Na mesma lógica dos estágios do produto, o oligopólio inovador é caracterizado pela emergência de produtos, com preços mais altos, onde os custos de produção não são a maior preocupação e sim a intensidade tecnológica. No oligopólio maduro a firma inovadora acompanha a rápida expansão tecnológica das outras firmas, em um ambiente competitivo e de lucro equilibrado. Ao passo que o oligopólio envelhecido é caracterizado por produtos padronizados, e a competição se dá por preço, o processo é descrito pelo terceiro estágio do ciclo do produto.

Embora a Teoria do Ciclo do produto tenha apresentado muitos avanços para o arcabouço teórico da internacionalização, a tese não esclarece o motivo pelo qual a prática de IDE se torna mais rentável que outras modalidades de internacionalização, como é o caso das exportação e o licenciamento. Autores como Dunning (1988) apontam algumas limitações sob a Teoria do Ciclo do Produto e a Teoria da Internalização. Apesar do avanço teórico, ambas as teorias fornecem explicações parciais do processo de internacionalização da produção, em virtude de que a instalação de filiais no exterior geram custos adicionais e as empresas deveriam deter vantagens competitivas ou monopolísticas para internacionalizar a produção.

Dunning (1980, 1988, 2000), por sua vez, estabelece o Paradigma Eclético. Trata-se de umas das abordagens consideradas mais amplas e explicativas aos múltiplos aspectos do IDE e que será abordada na próxima sessão.

2.1 Paradigma Eclético: a internacionalização à luz de Dunning

Como primeiro passo, ressalta-se que o Paradigma Eclético, *a priori*, não é considerado como uma teoria, e sim como um arcabouço geral de análise da internacionalização com abordagem voltada à produção internacional. Seu objetivo reside na análise integrada da internacionalização, de forma a explicar os motivos, a escolha da localização e a forma com que uma empresa se torna uma multinacional. Nesses termos, a abordagem busca esclarecer o motivo pelo qual multinacionais possuem relativamente maior êxito econômico do que empresas domésticas (DUNNING, 1980, 1988, 2001).

No bojo desse processo, a escolha do investimento direto em detrimento de outras modalidades de internacionalização, como exportação e licenciamento, se dá através da análise das falhas de mercado, tais como custos de informação, custos de transação, especificidade dos ativos e oportunismo dos agentes. É inerente a essa abordagem que o sucesso da internacionalização dependeria da existência de vantagens competitivas da firma com relação às outras, desse modo, é fundamental a existência de quaisquer vantagens monopolísticas ou competitivas para a internacionalização da produção. A vista de que as vantagens competitivas da firma, quando usadas no exterior, potencializam seus rendimentos marginais ou diminuem os custos marginais causados pelas falhas de mercado. Tais vantagens devem ser suficientes para compensar os custos da internacionalização.

Não obstante, o doravante OLI (*Ownership Location Internalization*), desenvolvido por Dunning (2001, 2008) deve tal denominação ao fato de que engloba distintas abordagens teóricas em apenas um arcabouço geral, por esse motivo é nomeado como Paradigma Eclético. As respectivas vantagens competitivas das firmas podem ser listadas como três:

- i. Vantagens de propriedade (O): refere-se a vantagens voltadas à natureza da propriedade. Essas vantagens podem ter natureza estrutural e podem ser derivadas da detenção de algum ativo específico, seja ele físico ou intangível, voltados para o abastecimento de um mercado. Vantagens de natureza estrutural geralmente são oriundas de distorções de mercado como intervenções governamentais, patentes e monopólio. Por outro lado, vantagens de propriedade podem ser de natureza transacional, isto é, oriundas de uma transação comercial que determinaria o mercado

atualmente é uma das maiores exportadoras de computadores do mundo (NAYAK; CHOUDHOURY, 2014).

que empresas anseiam participar. Vantagens de natureza transacional, em geral, têm origem na obtenção de vantagens das imperfeições de mercado pelas multinacionais no gerenciamento de ativos em outros países.

- ii. Vantagens de localização (L): relacionadas a benefícios que exigem operações nesses locais que incluem: vantagens econômicas que podem ser ligadas a custos de transporte, tamanho do mercado, entre outros; vantagens políticas, como por exemplo, incentivos fiscais; e vantagens sociais, que podem envolver cultura local, nível de acolhimento do país, entre outros.
- iii. Vantagens de internalização (I): se refere à tendência das empresas detentoras de vantagens de propriedade de mesclá-las com ativos externos de outros países. Isto é, quando o custo de transação internalizar parte da produção para determinado país é menor do que prosseguir as transações via mercado.

Nesta concepção, as três formas básicas de internacionalização - exportação, licenciamento e investimento direto externo - têm como condição básica a detenção de uma vantagem de posse. Levando isso em conta, no estágio em que a empresa detiver apenas vantagem de propriedade, poderá optar pelo licenciamento. Ao passo que se a firma possuir vantagem de posse e de internalização poderá optar pela exportação. Contudo, na detenção de vantagens de posse e internalização a empresa poderá produzir em algum país estrangeiro, desde que no país existam vantagens locais o suficiente para justificar a produção. Assim sendo, somente se a empresa usufruir, de algum modo, das três vantagens poderá se tornar uma multinacional.

Ademais, a decisão de internacionalização da empresa poderia estar associada à obtenção de economias de escala, redução de riscos, custos de transação e coordenação causados pelas externalidades e incertezas. Dentre os fatores que impulsionam a internacionalização estão a capacidade de controlar as cadeias de distribuição do mercado de destino, prezar pela qualidade do produto final, além de se proteger ou se beneficiar de políticas governamentais.

Diferentemente das teorias de comércio vigentes, que tomavam as dotações locais como fixas, o Paradigma Eclético toma as dotações de fatores como específicas às empresas e poderiam se deslocar com o movimento da internacionalização (DUNNING, 1972). Nesse enfoque, o cerne não era voltado para as restrições estruturais ao acesso dos fatores locais, tais como barreiras tarifárias. O foco era voltado para a transferência imperfeita das vantagens de posse, que impunham barreiras para o deslocamento de fatores competitivos a outras localidades internacionais.

Detendo essas vantagens, a empresa busca se internacionalizar por uma série de motivos, Dunning e Lundan (2008) listaram quatro razões para a internacionalização:

- i. Busca de recursos: processo de busca por fatores de produção a custos mais baixos do que os praticados no país de origem. Busca-se mão de obra e recursos naturais e preços baixos.
- ii. Busca de mercados: trata-se de realizar a instalação de uma filial em outro país com o intuito de atender ao seu mercado interno.
- iii. Busca de eficiência: trata-se de racionalizar a estrutura de investimento que inclua procura de mercado e procura de recursos de modo que a empresa possa unificar atividades produtivas geograficamente dispersas. Isto é, busca-se obter menores custos com a economia de escala e escopo gerada pela unificação de atividades.
- iv. Busca de ativos estratégicos: refere-se a projetos de investimento orientados que buscam auferir ativos estratégicos de empresas estrangeiras por meio da instalação de filiais. A finalidade é obter coesão de ativos estratégicos compartilhando da mesma localização.

Dentre as contribuições do Paradigma Eclético, está a percepção de que as empresas necessitam construir e manter vantagens competitivas para obter êxito em mercados externos. Todavia, também há críticas sobre o poder preditivo na abordagem do Paradigma Eclético, mais especificamente, quanto ao custo total da condução de negócios internacionais, que remetem ao fato de que internacionalização seja exclusiva de empresas de grande porte e detentoras de vantagens de propriedade. Por outro lado, há um volume cada vez maior de pequenas empresas que podem não possuir as vantagens de propriedade e não são contempladas seriamente pela teoria (PORTER, 1990; PRAHALAD E HAMEL, 1990).

Adaptando-se à dinâmica dos países em desenvolvimento, em sua obra de 1981, Dunning originou o *Investment Development Path* (IDP), arcabouço que posteriormente foi aperfeiçoada por Dunning (1988, 1993), Dunning e Narula (1996) e Narula (1996). A teoria associa o nível de desenvolvimento do país, representado pelo Produto Interno Bruto (PIB) *per capita* e o investimento líquido direto⁴, de modo que indica uma correlação entre o nível de desenvolvimento do país e seu posicionamento em termos de fluxo de investimento estrangeiro. Nesse escopo, a hipótese é de que a trajetória de desenvolvimento de um país influencia a estrutura das empresas nacionais e internacionais e, por conseguinte, o volume de entrada e saída de IDE, desse modo, influenciando a estrutura econômica do país. Para essa teoria existem quatro fatores determinantes para o IDE, são eles: i) nível de desenvolvimento do país; ii) estrutura de mercado e dotação de fatores ; iii) regime político e econômico; iv) falta de oferta de produtos intermediários.

Nessa perspectiva, os países tendem a evoluir através de cinco fases. A primeira delas é caracterizada por um país rico em recursos naturais, sem muitas vantagens comparativas, e em razão disso, com pouco fluxo de entrada e saída de IDE. A fase seguinte é marcada por um avanço, visto que o país passa a ser alvo de investimento de políticas públicas em infraestrutura, o que expande suas vantagens locais. Logo, o fluxo de IDE aumenta, contudo, permanece a níveis baixos. Na terceira fase, em consequência dos investimentos, as empresas nacionais se tornam mais competitivas e com mais vantagens de propriedade. Fato que ocasiona o aumento da saída de IDE por parte dessas empresas, que passam a se internacionalizar. Em seguida, na quarta fase, o montante de saída de IDE supera a entrada de IDE, em virtude das vantagens de propriedade adquiridas pelas firmas e o aumento da competitividade. Para além, outro fator que corrobora com este processo está ligado aos altos custos de produção dos países industrializados, que incentivam a internacionalização. Na quinta e última fase os países que eram líderes na quarta fase passam a compartilhar sua liderança com outros, em função de que a estrutura econômica dos países passa a ser semelhante, tendo em vista o processo de *catch-up*, que faz com que nações de industrialização atrasada consigam alcançar nações mais desenvolvidas através de operações internacionais.

Dunning e Narula (1996) sugerem que o IDP pode variar de forma ampla de acordo com a estrutura econômica individual de cada país, levando em conta a disponibilidade de recursos naturais, tamanho do mercado, tipo de políticas públicas e IDE realizados. Conceção esta que reflete o dinamismo na compreensão do processo de internacionalização de países em desenvolvimento e, de fato, refere-se a uma aplicação do Paradigma Eclético de forma dinâmica, à vista de que se toma como pressuposto básico, que o processo de desenvolvimento dos países muda a forma com que as multinacionais lidam com os fluxos de entrada e saída de IDE.

Para fins deste trabalho, e almejando o enfoque nos determinantes do IDE, isto é, na motivação da internacionalização, a abordagem do Paradigma Eclético de Dunning servirá como base. Neste prospecto, far-se-á o esforço de encaixar as variáveis macroeconômicas presentes no estudo empírico em cada uma das quatro motivações para o IDE propostas por Dunning e Lundan (2008).

E para além da revisão teórica, faz-se necessária à análise da evolução dos fluxos de investimento externo, de modo que contextualize a dinâmica do IDE. Para tanto, a próxima sessão dedica-se, entre outros fins, à análise descritiva dos fluxos de investimento ao longo da história. A princípio, será desenvolvida uma análise global, logo após, desenvolve-se uma avaliação restrita a países emergentes.

⁴ Trata-se do saldo do estoque de entrada e saída de IDE no país.

3 AS PERSPECTIVAS E VERTENTES DO IDE NO CONTEXTO MUNDIAL

O propósito desta sessão é tratar da evolução dos fluxos de IDE ao longo da história. Para tanto, num primeiro momento, busca-se introduzir as definições de IDE, esclarecendo suas diretrizes. Logo em seguida, dedica-se a descrição dos fluxos de IDE a nível global, dando ênfase às tendências, ao nível de concentração e ao tipo de investimento realizado - F&A's ou *Greenfield*.

A terceira sessão tem seu enfoque voltado à tendência desconcentradora a qual assumiu o IDE a partir de 1990. Nesse prospecto, contextualiza-se o papel dos fluxos de investimento no desenvolvimento das economias emergentes através de uma análise descritiva dos fluxos de IDE. O que engloba aspectos a despeito da inserção internacional das nações emergentes, latinas e asiáticas. Por fim, se estabelece um parâmetro entre as tendências dos fluxos de IDE e o debate de convergência de fluxos do capital do Paradoxo de Lucas.

3.1 IDE: Definições e diretrizes

No tocante dos investimentos internacionais, existem duas orientações: investimento direto e investimento de portfólio. Este último se refere a um fluxo de investimento em que os agentes não buscam influenciar a gestão ou qualquer controle operacional da empresa (IMF, 1998). Dentre as definições de IDE mais aceitas na literatura estão as da Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Econômico (OCDE) e do Fundo monetário internacional (FMI). Segundo esta última definição, o investidor direto é classificado como aquele que detém 10% ou mais do poder de voto ou das ações ordinárias de uma empresa, o que implica em que o investidor tenha capacidade de influência e uma voz efetiva na gestão da empresa. Nesse ponto, não é requerido controle absoluto da gestão por parte do investidor (FMI, 1998).

Com referência à definição da OCDE, o IDE está contido no tipo funcional de investimento da conta financeira, junto ao investimento de carteira, derivativos financeiros, outros investimentos e ativos de reserva. O fator que diferencia o IDE dos outros investimentos é a perspectiva de longo prazo e o interesse em estabelecer um tipo de vínculo de influência na gestão e controle operacional da empresa. A evidência deste relacionamento estratégico e duradouro está na detenção de ao menos 10% do poder de exercer influência sobre a gestão da empresa.

Sob outro aspecto, autores como Amal e Seabra (2007) discorrem sobre incerteza quanto ao retorno do investimento, o que é, aliás, um dos fatores que contribuem para caracterizar o IDE como um investimento de risco. Afinal, diferentemente dos demais investimentos em carteira, o IDE apresenta baixa liquidez.

Não é demais ressaltar, contudo, as duas diretrizes do investimento externo. Segundo a definição de Caves (1971), o IDE horizontal se refere à produção de produtos similares, tanto na matriz quanto na filial. Ao passo que o IDE vertical é dado pela produção de matéria prima ou fatores de produção. Trabalhos como o de Aizenman e Marion (2004) apontam que uma empresa expande sua produção horizontalmente, no momento em que produz o mesmo produto ou serviço em países diferentes. A expansão vertical ocorreria quando as multinacionais alocassem cada fragmentos das diferentes etapas de produção no país de acolhimento, onde produziriam a um custos mais baixos. A decisão de IDE vertical ou Horizontal depende de características de custos de investimento, dotação relativa dos fatores e tamanho relativos da economia. (CARR *et al.* 2001)

Para além do conceito, o IDE remete a ultrapassagem de fronteiras nacionais da produção. Um conceito mais amplo ao IDE é atribuído a autores como Saracini e Paula (2006), o qual trata do investimento direto tal qual uma transferência de capacidade produtiva e controle de ativos, seja através de *Greenfields* ou fusões e aquisições. Da mesma maneira, o papel do investimento externo na expansão da capacidade produtiva, pode transformar o IDE em uma fonte de inovações, tanto tecnológica, quanto no que se refere a gestão empresarial e administrativa. Na medida em que se trata de um investimento, o IDE agrega inúmeras externalidades positivas, as quais servem de influência ao crescimento econômico e inovação. Não é por menos que a relação entre fluxos de IDE e tecnologia é amplamente abordada na literatura (BUCKLEY, 2014; PUGEL, 1981; UNCTAD, 2005).

3.2 A evolução do fluxo mundial de IDE

Ao longo da história, as redefinições da divisão social do trabalho entre nações desenvolvidas e em desenvolvimento conduziram a reestruturação internacional da indústria. As razões para tanto, foram os desequilíbrios macroeconômicos- em específicos períodos recessivos e desequilíbrios cambiais- e a velocidade da trajetória tecnológica em determinadas indústrias (FRITSCH; FRANCO, 1989). No bojo desse processo, as multinacionais marcaram traços na dinâmica da reestruturação industrial e passaram a ter um papel essencial na dinâmica global. Graças à mobilidade do investimento produtivo, o investimento direto assumiu importância na estrutura industrial dos países, na dinâmica inovativa e conseqüentemente na formação de políticas estratégicas de desenvolvimento.

A se considerar pelo período pós-guerra, em 1945, onde a dinâmica industrial foi significativamente influenciada pela evolução das multinacionais. Nesse período, o estoque de IDE se estabeleceu em taxas (10 %) maiores do que o valor adicionado da indústria (5%), seguindo a mesma tendência até meados da década de 70. Com proporções pequenas no fim da guerra (1945), a produção doméstica de responsabilidade das multinacionais evoluiu, chegando a porções superiores a um terço após duas décadas. Em países como Canadá e Bélgica esta taxa se localizou na ordem de 60%, em 1965 (FRITSCH; FRANCO, 1989).

Embora o investimento mundial tenha crescido de maneira praticamente contínua a partir de 50, foi em 1970 que o volume das transações internacionais se intensificou. A diminuição do controle de capitais que se delineava desde a década de 70, conduziu a um crescimento excepcional dos fluxos de capitais. As transformações não se restringiram somente ao *boom* no volume de transações, mas também atuaram sobre a sua composição. O investimento em portfólio e IDE foram, nesse período, aumentando sua relevância frente aos empréstimos bancários (curto e longo prazo) e fundos advindos do setor público. Fato este, que deu origem a um novo perfil de investimento internacional, onde os fluxos privados assumem maior dinamismo e dominância frente aos antigos empréstimos sindicalizados (SILVA, 2006). O comportamento do investimento de portfólio de 1970 a 1980 está ilustrado na Figura 2, onde pode ser notada uma trajetória, em grande parte, crescente e de tendência semelhante ao desempenho dos fluxos de IDE.

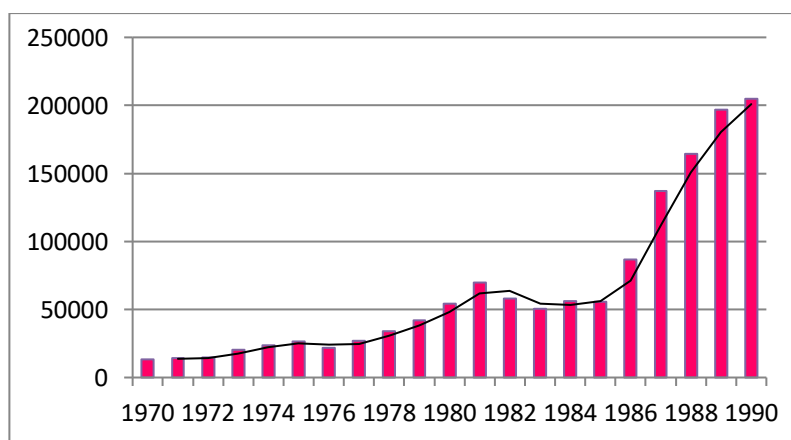


Figura 1- Evolução Global do Fluxo de entrada de IDE 1970 a 1990 (em milhões de dólares correntes)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da UNCTADstat vários números.

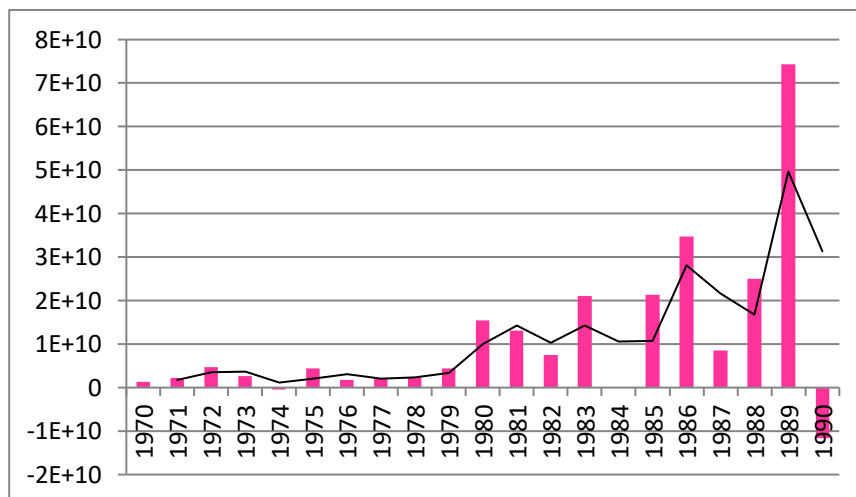


Figura 2- Evolução do Investimento em Portfólio líquido 1970 a 1990 (em bilhões de dólares correntes)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados de World Bank, International Debt Statistics

Crescendo a cerca de 17% de 1971 a 1981, o fluxo global de IDE inicia a década de 80 em queda, mais especificamente em 1982, o fluxo de investimento direto apresentou queda de 43%, fenômeno que pode ser atribuído a crise do petróleo, que desencadeou um recuo no crescimento dos países industrializados, assim como dos fluxos de capitais (Figura 1 e 2). Apesar da crise, de 1980 a 1989 o fluxo de IDE cresceu, em média, mais que o dobro do ritmo de crescimento do PIB mundial⁵.

Usado como fonte de energia barata por muitos países, o petróleo teve seu preço quadruplicado num espaço de três meses. Medida que trouxe a Europa um cenário de estagflação, aliado aos reflexos da crise em nações como os EUA, a consequência foi um panorama recessivo em todo o mundo. De forma análoga ao IDE, o investimento de portfólio apresentou períodos de queda a partir de 80. Além da acentuada volatilidade dos investimentos em carteira que de 1983 a 1989 (Figura 2.).

Cabe ressaltar, contudo, que nas décadas de 1970 e 1980 as firmas entravam num processo de evolução gerencial, onde passaram do papel de apenas grandes empresas para corporações multifacetadas capazes de dominar estágios diferentes da produção - *marketing*, gerência, P&D, entre outros- distribuídas em diversas localizações e através do IDE passaram a se beneficiar das vantagens e externalidades que o maior amplitude geográfica podia oferecer. Nesse contexto, nota-se a emergência de inovações empresarias e administrativas.

No que diz respeito à composição do fluxo de investimento direto, de 1970 a 1990 as nações desenvolvidas desempenhavam o papel dinâmico no investimento, sendo responsáveis por praticamente a totalidade do investimento, em média 96,67% do fluxo de saída de IDE no período. Da mesma maneira, no que tange a volume de IDE, os líderes de investimento da década eram Reino Unido, Alemanha e Estados Unidos. Este último suscitou a maior parte do investimento direto, em especial, contribuiu para a elevação do IDE a partir de 1985 e chegou a alcançar em 1986 aproximadamente 46% do fluxo de global de investimento direto. Ao passo que economias em desenvolvimento e em transição tinham pouca representatividade no investimento (Figura 3).

⁵ Levando em conta que a taxa de crescimento média do fluxo de IDE e do PIB a valores constantes (2005) de 1980 a 1989 foi de 19.19% e 7,06%, respectivamente.

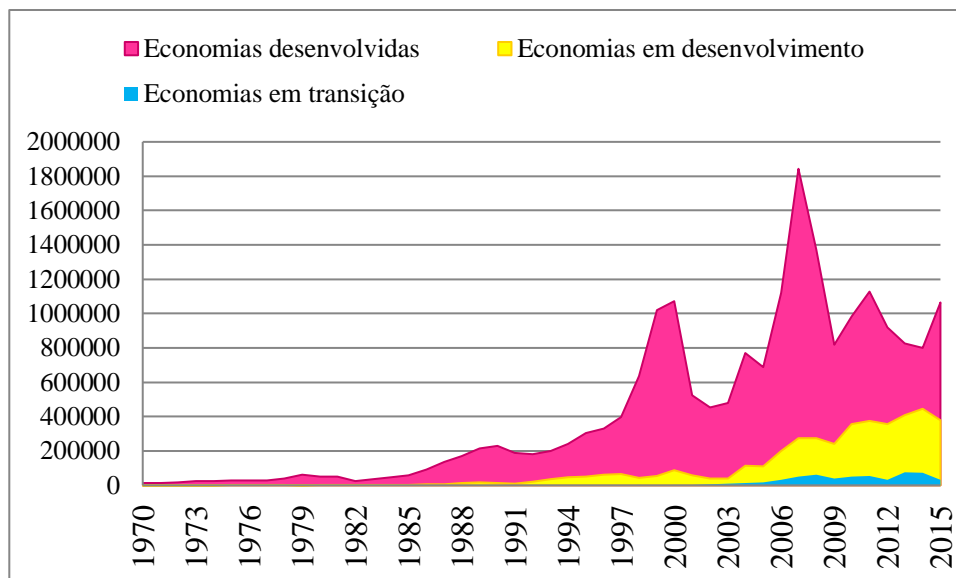


Figura 3- Fluxos de saída de IDE global de acordo com grupos econômicos - 1970 a 2015 - (em milhões de dólares correntes)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da UNCTAD (2015).

O decréscimo no volume de investimento nos anos de 1981 a 1982 se deve ao cenário recessivo em que vivia os EUA, país responsável por cerca de 38% do volume de investimento em 1981. O cenário é fruto do insucesso das medidas de ajuste comercial dos Estados Unidos, além das pressões inflacionárias provenientes do Segundo Choque do Petróleo (1979), ademais, no início da década de 80 o país passou a cumprir uma política de dólar valorizado, o que segundo Curado e Cruz (2012) corroborou para a perda de competitividade do sistema industrial norte americano e acirrou a concorrência internacional. Acirramento este que foi delineado pelas movimentações das políticas monetárias estadunidenses de 1970 a 1980, junto aos investimentos industriais na Europa e Ásia desde a década de 1960. A combinação gerou uma expansão do processo de internacionalização das multinacionais pelo mundo, em especial, empresas japonesas e alemãs no mercado norte-americano (COUTINHO, 1992).

Após superar ao período recessivo de 1981 a 1982, a década foi marcada por trajetória de crescimento do IDE sem precedentes. Nesse período, o volume de IDE saltou de 558.975 milhões de US\$ para 1.928.466 milhões de US\$ em 1989, denotando um crescimento de 345% (Figura 1). Além do mais, de 1983 a 1989 o IDE sustentou uma taxa de 29% de crescimento ao ano. O volume superou em mais de três vezes a taxa de crescimento exportações e em aproximadamente quatro vezes a taxa de crescimento do produto mundial realizadas no período (SILVA, 2006).

Por sua vez, a categoria do investimento sofreu mudanças importantes na década de 80. Do pós-guerra ao início da década o perfil de investimento era de instalação de novas plantas e unidades produtivas (denominados *greenfield*) difundido numa ampla área geográfica, em especial no setor de manufatureiro (VERNON, 1971). Entretanto, esse perfil de investimento foi alterado. A partir de 1985, houve um crescimento sem precedentes de investimentos por fusões e aquisições (F&A) - que incluem aquisições de empresas estatais por investidores estrangeiros. Tal cenário, fez com que o número total de F&A's (nacionais e internacionais) crescesse 42% entre 1980 a 1999. De forma análoga, a participação das F&A's (nacionais e internacionais) no PIB global aumentou de 0,3% em 1980 para 8% em 1999. Nesse período, o avanço nas inovações financeiras facilitaram paulatinamente o acesso de empresas de pequeno e médio porte a participarem dos investimentos por F&A's (UNCTAD, 2000).

Nesse contexto, Silva (2006) aponta para o início de um novo ciclo do IDE a partir da segunda metade da década de 80. Neste novo prospecto, a nova fase do investimento tem como característica o crescimento excepcional de IDE por operações de F&A's, processo que ocorreu atrelado à expansão do investimento de portfólio e a formação de megacorporações. Não obstante, outra característica da nova fase do ciclo de IDE diz respeito à distribuição espacial do investimento, que se tornou mais concentrada em determinadas áreas geográficas, além da preferência do investimento pelo setor de serviços. Não é para menos que, de acordo com Curado e Cruz (2012), até 1970 o investimento no

setor de serviços representava aproximadamente 25% do total do estoque de IDE e em 1980 aumentou sua participação para 50% do total.

Nesse clima, a tríade composta por EUA Japão e união europeia compunha um núcleo dinâmico das operações das F&A's em 80. Tanto que a participação das nações desenvolvidas no total de compras e vendas de F&A's entre 1987 e 2000 foi em média de 78% a 82%. Nesse cenário, a Ásia assumia papel de destaque na dinâmica de investimento internacional, tanto como investidora, quanto como receptora de investimento direto. A se considerar a emergência do Japão na década de 1980 como maior realizador de investimento direto, superando os Estados Unidos, líder até então. Ao passo que no âmbito das maiores nações receptoras de investimento direto a Ásia ultrapassa, em termos de fluxo, a América Latina.

À propósito na década de 1980, as nações desenvolvidas tornaram-se destinos predominantes do IDE, haja vista que de 1980 a 1989 representaram em média 75% do fluxo total de entrada de IDE. À medida que nações emergentes representaram a média de 25% no mesmo período. Aliás, se tratando de fluxo de saída de investimento, nações avançadas tiveram participação de 89%. De acordo com Silva (2006) ilustra-se um cenário de concentração geográfica do investimento em nações desenvolvidas.

Dada a importância das nações avançadas como *players* do investimento direto, o clima recessivo em que se encontravam estes países no começo da década de 90 suscitou um período de queda de 18% no fluxo de saída do IDE, em 1991. O horizonte recessivo também atingiu nações emergentes ao longo da década de 90, a começar pelas crises cambiais e instabilidade de fluxos de capitais que marcaram o período, declínio do crescimento mundial, redução dos empréstimos bancários, fatores que diminuía as possibilidades de investimento rentável das empresas.

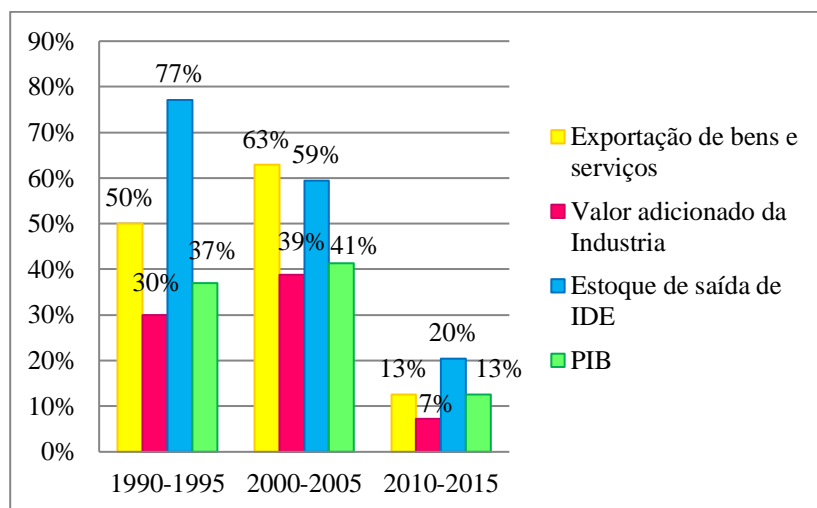


Figura 4- Ritmo de crescimento: exportações, valor adicionado da indústria, estoque de saída de IDE e PIB Mundial.

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados de World Development Indicators, vários números (2016)

Embora tratasse de um período conturbado, o ritmo de crescimento do IDE (77%) superou o ritmo do crescimento do valor adicionado da indústria (30%), as exportações de bens e serviços (50%), e o PIB mundial (37%), entre 1990 a 1995 (Figura 4). Ao longo da década os fluxos de entrada e saída cresceram em média 21% e 18%, respectivamente. Processo, em grande parte, impulsionado pelo aumento da participação dos emergentes, em particular da Ásia, que representou 21% do fluxo de entrada na década de 90, 6% de expansão em relação à década anterior (15%). Já a América latina e Caribe representavam cerca de 9% das entradas mundiais de IDE na década de 90, incremento de 1% comparado a 80.

Há, portanto, uma expansão do papel das nações emergentes na dinâmica de investimento internacional, como receptoras e realizadora do investimento direto. Haja vista que a parcela dos países em desenvolvimento no volume de entrada de IDE do PIB mundial, na década de 1990, girava em torno de um quarto. Até mesmo comparando relevância das operações de investimento direto e comércio internacional de nações em desenvolvimento, verifica-se que o fluxo de entrada de IDE passou a ser maior que a participação nas importações mundiais; enquanto que no fluxo de saída

passou a representar metade de sua participação nas exportações globais em 1994, segundo UNCTAD (1995).

Cabe ressaltar que a origem do investimento tinham bases concentradas. Á exemplo, em 1995 o fluxo de saída do investimento direto se expandiu 25% em relação ao ano anterior, oriundo em maior parte dos EUA, líder dos investimentos ao logo década. O país fazia parte do grupo de cinco nações - que incluíam Alemanha, Reino Unido, Japão e França- e concentravam cerca de 70% da realização do investimento mundial em 1994.

Algumas tendências da década de 1980 foram mantidas, como é o caso da Ásia, que permaneceu como maior receptora de IDE graças ao investimento *Greenfield*, enquanto nos países latinos predominavam as fusões e aquisições. O período assistiu igualmente á tendência geral de expansão do IDE destinado para setor de serviços e o crescimento das F&A's. Nesse cenário, as vendas de empresas F&A's aumentaram em média 30% de 1991 a 1999, ao passo que as vendas no setor de serviços se expandiram em 37% no mesmo período.

Ao final da década, em 1998, a trajetória de investimento exibiu crescimento excepcional de 39% no fluxo de entrada e 37% no fluxo de saída, circunstância que contrariou o cenário de instabilidade e decrescimento do PIB mundial. Em grande medida, o *boom* dos fluxos de IDE teve como responsável às operações de fusões e aquisições, tendo em vista o valor das operações em F&A's em 1998 foi de 554 bilhões de dólares, 202 bilhões maior do que em 1997 (UNCTAD, 1999). Essa elevação pode ser atribuída, em grande parte, pelo aumento da concorrência promovido pelas medidas liberalizantes, as quais propiciaram a expansão das operações por F&A'. Para além, as inovações financeiras facilitaram as operações de F&A's, a julgar que as transações não exigem, necessariamente, recursos ou criação de novos fundos e podem ser efetuadas por troca mútua de ações. Ademais, o período também foi marcado pela expansão das transações acima de 1 bilhão de dólares, incentivando a formação de grandes multinacionais, denominadas por Silva (2006) de 'megacorporações'.

O início da década de 2000 foi marcado por desaceleração no ritmo de crescimento mundial e de investimento direto. No que corresponde ao período de 1999 a 2004, o investimento direto declinou 36% e 51% em termos de entrada e de saída, respectivamente (Figura 1 e 3). Nesse sentido, a desaceleração o investimento se deve em grande parte a i) queda do ritmo crescimento mundial; ii) a menor cotação no mercado de ações , iii) o declínio da rentabilidade das empresas iv) e a desaceleração do programa de privatizações (UNCTAD, 2003).

Em razão disso, houve queda no investimento de nações desenvolvidas, influenciado em especial pelos Estados Unidos e Reino unido, que juntos representaram metade da queda do fluxo de entrada de IDE. Além do declínio em termos de valor e número de operações em F&A's. Assim, a Figura 5 relata a evolução do valor das vendas de empresas F&A's.

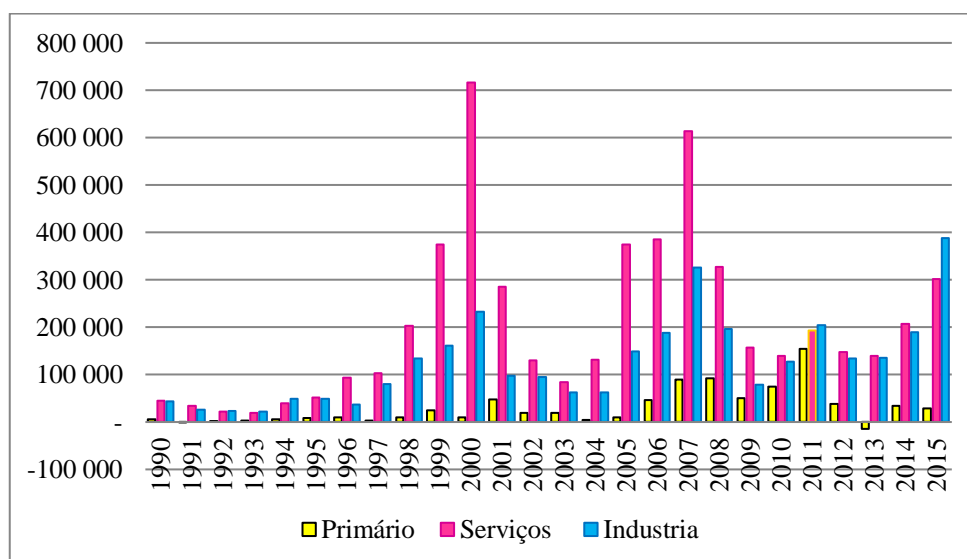


Figura 5- Valor das vendas de multinacionais F&A's por setor, 1990-2015 (em milhões de dólares correntes).

Fonte: UNCTAD World Investment Report 2016: Tabelas de Anexo

Nota-se com a Figura 5, a existência de um *boom* nas vendas do setor de serviços em 2000, logo seguido de queda de 55% em 2001. Já no fim da década, as vendas do setor primário se ampliaram e passaram de 10.262 milhões de dólares em 2000 para 91.616 em 2008, em grande parte influenciada pelo *boom* dos preços das commodities.

Embora os primeiros anos tenham sido marcados por baixas taxas de crescimento, em meados da primeira década de 2000 o IDE atingiu o seu auge. Em 2007, o crescimento do fluxo global de IDE foi impulsionado, em partes pelo aumento do lucro das empresas, além a alta no mercado de ações. Ambos os fatores colaboraram para o aumento das operações em operações F&A's e *Greenfield*.

Cabe ressaltar também a contínua tendência desconcentradora do investimento, dado que, em termos de entrada de IDE, países em desenvolvimento representavam cerca de 17% do total mundial em 2000, ao passo que a parcela dos desenvolvidos girava em torno de 82%. Todavia, no fim da década a participação dos emergentes saltou para 45% e os desenvolvidos representaram 50% do total em 2010.

Algumas tendências da década de 90 foram aprofundadas. Á considerar pelo forte papel da Ásia, que mitigou os efeitos de queda de investimento no grupo dos emergentes. Haja vista a ascensão da China, que atingiu o recorde de entrada de IDE (53 bilhões de dólares) e se tornou maior destino IDE em 2001. Outra tendência herdada da década anterior se refere às preferências pelo investimento no setor de serviços. A julgar pelas vendas de multinacionais F&A, onde a participação do setor de serviços teve média de 59%, aproximadamente, 6% maior que a média da década anterior. Nesses termos, destaca-se o avanço da participação da indústria nas vendas de F&A's passaram de 31%⁶ em 1990, para cerca de 42% na primeira década de 2000.

Diante o supracitado, é notória a proeminência que as nações emergentes tomaram na dinâmica de investimento direto global. Posto isto, a próxima sessão dedica-se ao estudo do papel das nações em desenvolvimento na evolução do IDE global, tal como o perfil do investimento e aspectos relacionados à inserção internacional.

3.3 A tendência desconcentradora do IDE: o papel dos emergentes

Transformações no contexto mundial a partir da década de 80 refletiram de formas distintas em nações periféricas. A súbita contração do crédito internacional e sua concentração em nações desenvolvidas, em especial nos EUA, transformou significativamente a forma de inserção externa de América latina e Ásia.

Paralelamente, as mudanças repentinas da política monetária estadunidense comprometeram a liquidez dos países latinos, cuja década foi marcada por problemas de inconsistência no processo de endividamento externo, crescimento minguado e instabilidade macroeconômica, em virtude dos problemas de inflação crônica. O período assistiu igualmente a fuga de capitais das principais nações latinas e retração do investimento do norte americano na região, fatores que, por conseguinte, contribuíram para a menor atratividade para os investimentos produtivos na região.

Em resposta á crise latina, políticas de ajuste foram instauradas, em particular políticas voltadas para o balanço comercial com a promoção das exportações e contenção das importações. Entretanto, o cenário não era animador, dada a recessão nos mercados da OCDE, deterioração dos termos de troca e protecionismo crescente nos EUA. Nesse contexto, além do aumento das exportações de bens primários, notou-se no Brasil e Argentina um deslocamento da indústria na direção das commodities (MEDEIROS, 1997).

Já no contexto asiático, o acordo de Plaza de meados da década de 1980, provocou forte valorização do *Iene*, processo que estimulou o capital japonês a se deslocar por regiões com diferentes graus de industrialização. Circunstância que desencadeou um processo de descentralização da produção industrial asiática, por meio de investimento direto do Japão para outros centros industriais. Akamatsu (1961) descreve este processo como o modelo de "gansos voadores"⁷, decorrido mais intensamente na Ásia entre a década de 60 e 80. Com intuito estabelecer pontos industriais

⁶ Trata-se da média de participação da década.

⁷ O modelo busca explicar o processo de *catching up* de economias em desenvolvimento atrasado, onde uma economia em um estágio mais avançado de desenvolvimento, denominado 'ganso líder', dinamiza a produção dos demais 'gansos'. A associação do nome "gansos voadores" se deve ao fato do processo funcionar de forma semelhante a forma de 'V' do voo de gansos selvagens.

estratégicos para o fornecimento de insumos e componentes industriais, o Japão promovia o investimento direto a nível regional com a finalidade de diminuir a dependência dos Estados Unidos, além de desfrutar da ampla mão de obra dos países vizinhos. Houve também nesse período, a expansão do papel articulador da China como promotor do comércio regional, atrelado ao IDE de centros financeiros asiáticos, em particular de Hong Kong. Outrossim, ainda em 80, houve a apreciação da moeda⁸ dos denominados ‘Tigres Asiáticos’, desse modo, países como Singapura, Hong Kong, Coréia e Formosa deram continuidade ao processo de deslocamento industrial para países como Indonésia, Filipinas Malásia e Tailândia.

A Ásia alcançou lugar de destaque no comércio internacional em detrimento de outras economias em desenvolvimento, particularmente a partir de 1985. No entanto, ao comparar as taxas de crescimento de economias latinas e asiáticas nas décadas de 60 e 80 é possível notar que as taxas de crescimento asiáticas não ultrapassavam expressivamente as médias de crescimento latinas. Segundo Medeiros (1997), apesar do crescimento acelerado do 'Tigres Asiáticos' a partir de 60, economias latinas como Brasil e México cresceram de forma excepcional entre a década de 60 e 80. No entanto, o processo se modificou na década seguinte com o amplo crescimento da Ásia. Países como a Tailândia, China, Indonésia, Formosa e centros financeiros como Hong Kong cresceram a elevadas taxas. Dentre os fatores que corroboraram para as altas taxas de crescimento asiático está a existência de centros financeiros sofisticados com moedas ancoradas ao dólar, a forte presença do IDE, disponibilidade de bens de capitais japoneses, a expansão da economia chinesa, o aumento do comércio com Hong Kong e o acúmulo de superávits do comércio com a OCDE. Sem qualquer uma destas condições, a América latina passava por um período de deterioração dos termos de troca, restrição de crédito e ausência de IDE's que estimulassem o setor de bens de capital, condições que tornaram sua inserção externa distinta da asiática.

A maior fragilidade financeira da América latina mediante a abundância de capital externo distingue o desempenho econômico de nações asiáticas e latinas nos anos 80. Para além de fatores institucionais, macroeconômicos e geopolíticos, Medeiros (1997) aponta três aspectos dos quais provém a vulnerabilidade latina, os fatores incluem as baixas taxas de crescimento das exportações, o maior papel das transferências financeiras e maior instabilidade dos fluxos de capitais.

Embora as distinções, a distribuição dos fluxos de IDE entre Ásia e América latina até meados da década de 80 era equilibrada. O que mudou no fim da década, quando a Ásia já vislumbrava uma melhor posição no que se refere à entrada e saída de investimento. Apesar da maior participação da América latina nas entradas de IDE nos anos de 1970, a Ásia a ultrapassou na década seguinte e em termos de participação na entrada de IDE alcançou 15%⁹ contra 8% dos países latinos neste período.

No que se refere à saída de IDE, do período de 1986 a 1990 a América latina cresceu 38%, enquanto os emergentes da Ásia cresceram 178%. Parte significativa desse processo decorre de que, em contraponto a América Latina, as economias asiáticas apresentavam melhores índices de solvência, significativa difusão de progresso tecnológico, um pacote agressivo de políticas de atração a investimento externo e forte integração produtiva (SILVA, 2006). Fatores estes que contribuíram para que a região se tornasse atrativa para o investimento produtivo e melhorassem sua posição nos fluxos de saída de IDE a partir da segunda metade da década de 1980.

⁸ Na década de 80 houve o fim ao tratamento preferencial concedido pelos Estados Unidos ao conjunto de países denominados como “Tigres Asiáticos”.

⁹ Trata-se da média do período.

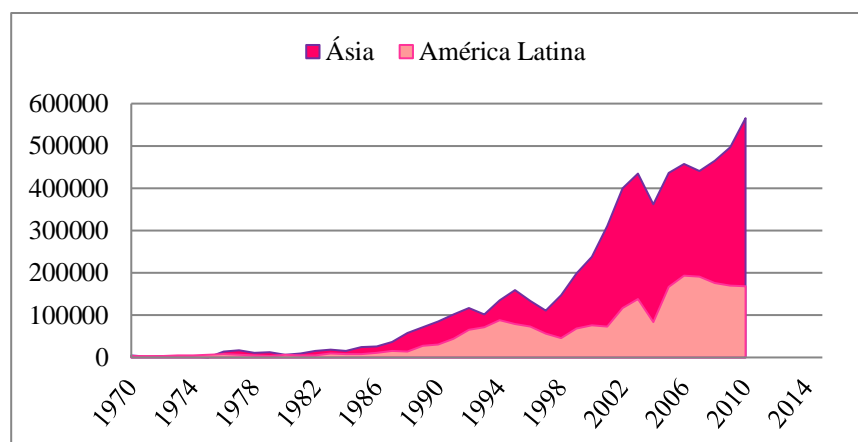


Figura 6 – Fluxo entrada de IDE para países emergentes de Ásia e América latina de 1970 a 2015 – (em milhões de dólares)

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados de UNCTADstat, vários números.

Apesar do ambiente de instabilidade, a década de 80 foi marcada pela expansão dos fluxos de entrada e saída de IDE. É considerável pelo fluxo de entrada que saltou de 54.395 para 1.358.820 milhões de dólares de 1980 para 1990. Além da expansão da liquidez no mercado internacional ter colaborado para a expansão dos fluxos de IDE, autores como Lacerda e Oliveira (2009) atribuem o crescimento do IDE ao avanço tecnológico da informática e telecomunicações, que encurtaram distâncias e diminuíram os custos das transações.

Dados de 1983 a 1987 apontam para crescimento das multinacionais na ordem 29%. No que tange a participação de países emergentes, de 1985 a 1990 passou a ser de 6% do fluxo total de saída de IDE (Figura 8). Nota-se que nos anos 80 o IDE seguia um padrão de distribuição concentrador. Concentração esta que se dava entre países da tríade, composta por Estados Unidos, União Europeia e Japão que correspondi a 45% do fluxo global. Para além disso, cinco países¹⁰ detinham cerca de 67% do fluxo global. Contudo, na segunda metade da década de 80, em média a 94% dos investidores se centravam em países desenvolvidos (Tabela 2). Do mesmo modo, o padrão concentrador se estendia aos fluxos de entrada de investimento e chegou a atingir o maior nível de concentração na segunda metade da década de 80, com 82% dos fluxos destinados a nações desenvolvidas (Tabela 1).

Tabela 1- Participação do fluxo de entrada de IDE global, por região - (média em %)

	1970-1975	1975-1980	1980-1985	1985-1990	1990-1995	1995-2000	2000-2010	2010-2015
Economias emergentes	24%	25%	31%	18%	31%	29%	33%	46%
Economias desenvolvidas	76%	75%	69%	82%	69%	70%	63%	50%
Economias em transição	-	-	-	-	1%	1%	4%	4%

Fonte: Elaboração da autora com base nos dados da UNCTADstat, vários números.

¹⁰ Considerando a soma dos fluxos de saída de 1980 a 1989 de Estados Unidos, Reino Unido, Japão, Alemanha e França.

Tabela 2- Participação do fluxo de saída de IDE global, por região - (média em %)

	1970- 1975	1975- 1980	1980- 1985	1985- 1990	1990- 1995	1995- 2000	2000- 2010	2010- 2015
Economias emergentes	1%	2%	5%	6%	11%	10%	14%	28%
Economias desenvolvidas	99%	98%	95%	94%	89%	89%	84%	68%
Economias em transição	-	-	-	-	-	-	2%	4%

Fonte: Elaboração da autora com base nos dados da UNCTADstat, vários números.

Marcado por uma fase de crescimento contínuo do IDE, os anos 90 foram cenário de mudanças que afetaram não apenas o montante de investimento, mas sua composição. Ademais, neste período promoveram-se pacotes de reformas financeiras no sentido liberalizante, se buscou suscitar um cenário de baixas tarifas e de estabilidade econômica por meio de controle da inflação. Sem contar com a simultânea modernização dos sistemas financeiros. Segundo Silva (2006), tais mudanças institucionais a favor do investimento direto incluíram a redução de controles cambiais, que facilitaram a conversão de moeda e consequentemente repatriação dos lucros e dividendos.

Após uma década de estagnação a América Latina reinsere-se no circuito de financiamento internacional com a reestruturação da dívida na década de 1990. O cenário de liquidez internacional abundante propiciou políticas de estabilização apoiadas na valorização das moedas nacionais. No âmbito asiático, países como Japão, Coreia e Formosa se tornaram grandes investidores. Em partes, esta ampliação do papel do IDE provém da expressiva expansão das exportações, o aumento das parcerias com EUA e a exploração de novos mercados da ASEAN (Associação das Nações do Sudeste Asiático) ¹¹ - 4 – trata-se do grupo composto por quatro tigres asiáticos, são eles : Indonésia, Tailândia, Malásia e Filipinas. Não é para menos que as nações do ASEAN-4 firmaram-se como as maiores receptoras de IDE do Japão. No bojo desse processo, a sustentação do Yuan chinês foi fundamental para a estratégia organizacional das empresas multinacionais, servindo como estímulo para o comércio regional, e de impulso aos fundos de investimento asiáticos (MEDEIROS, 1997).

Embora o IDE e os fluxos de comércio internacional tenham se ampliado, a década de 90 foi marcada pela expansão da dívida externa, mais especificamente, Tailândia e Malásia, que se tornaram grande tomadoras de empréstimos privados, em virtude da ampliação da liquidez. No entanto, o cenário era favorável, as altas taxas de crescimento asiáticas junto ao cenário de maior estabilidade latino, promoveram a ampliação dos fluxos de IDE para nações emergentes. A entrada dos fluxos de capitais era estimulada e vista como um vetor de dinamismo na promoção do crescimento econômico nestes países. Por consequência, a entrada de IDE em países emergentes passou a representar 39% do volume total, em 1994.

Blocos econômicos relevantes se estabeleceram nesse contexto e tiveram papel fundamental no desenvolvimento do comércio e investimento externo. No tocante da Ásia, em 1994, surgiu a Cooperação Econômica da Ásia-Pacífico (APEC) ¹² que dentre os membros asiáticos figuram a Indonésia, China, Japão, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas, Singapura e Vietnã. De forma análoga, na América Latina, nascia zona de livre comércio composta inicialmente por países como Argentina, Brasil, Paraguai e Uruguai que permitiu grande expansão do comércio regional. Em ambos os casos, os acordos foram exitosos e estimularam a integração e expansão do comércio regional. Por conseguinte, a saída de IDE foi estimulada e a participação dos emergentes no fluxo de saída global

¹¹ Fundada em 1967 em Bangcoc, a ASEAN corroborou com este processo de integração regional da Ásia. Fundada por Indonésia, Filipinas, Malásia, Cingapura e Tailândia a ASEAN surge como um bloco antissoviético e tinha como principal finalidade a cooperação política e de desenvolvimento.

¹² Na Conferência de Seattle a antiga ASEAN, que não era um bloco propriamente dito, transformou-se na APEC e se aprofundou o processo de integração econômica regional com a promoção do acordo de livre comércio.

dobrou, saltou de 5% na primeira metade da década de 80 e passou para 10% no fim da década de 90 (Tabela 2).

A Figura 8 ilustra a saída de IDE de 1990 a 2014. Ao longo da trajetória é possível notar a ampliação não apenas do volume, mas também na participação relativa de investimento externo partindo das nações emergentes. Essa tendência pode ser observada ao longo de toda a década de 90, e tem se acelerado nos últimos dez anos. Isto nos atenta ao fato de que além de serem as principais receptoras, as de nações emergentes e suas multinacionais se tornaram agentes ativos na dinâmica de investimento externo. A consideração pela saída de IDE das economias em desenvolvimento tem crescido significativamente ao longo da última década. De 2009 a 2013, o investimento de economias em desenvolvimento para outras economias em desenvolvimento (exceto os centros financeiros e o Caribe) cresceu dois terços, partiu de US\$ 1,7 trilhão em 2009 para US \$ 2,9 trilhões em 2013. Regiões como Ásia Oriental e Sudeste da Ásia foram os maiores receptores de investimento. Em 2014, a participação das nações emergentes na saída de IDE representou 39%.

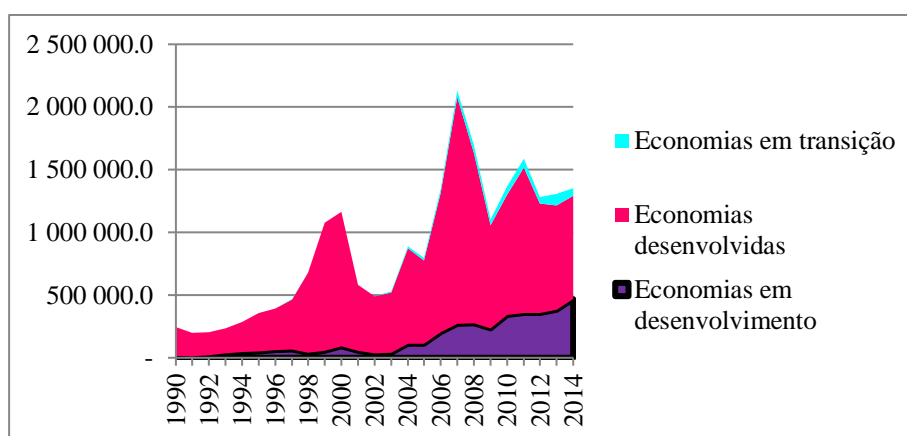


Figura 7- Saída de IDE global de acordo com grupos econômicos - 1990 a 2014

(em milhões de dólares correntes)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da UNCTAD (2015).

A primeira década de 2000 foi marcada pela desaceleração do ritmo de crescimento do IDE, no entanto, a referida Figura 8 indica que, em meados da década, houve um novo ciclo de expansão. Contudo, nota-se que as tendências do investimento direto traçadas em 80 se acentuaram desde então. A julgar pela intensificação do IDE no setor de serviços e pela maior preferência pelo investimento através de fusões e aquisições. Nessa conjuntura, o IDE passou a experimentar de uma dispersão geográfica inédita, que posicionou nações emergentes como *players* do investimento global, que saltaram da média de 6% de 1980 a 1985 para 28% de 2010 a 2015 na participação no fluxo de saída de IDE global (Tabela 2). Desse modo, as implicações desse processo conduziram as nações emergentes a representar 39% do volume total de investimento da saída de IDE mundial. Não obstante, este cenário situou o grupo asiático como maior grupo de investimento do mundo em 2014.

De fato, uma tendência da década anterior foi aprofundada. Mais uma vez a Ásia tomou mais espaço na dinâmica do investimento internacional aprimorando suas bases industriais e estabelecendo um modelo de desenvolvimento fortemente voltado para o comércio/investimento externo. Convém destacar nesse processo, a ascensão da economia chinesa corroborou com a tendência, em grande parte - com exceção da crise do Subprime- ascendente da saída de investimento. O país situou-se como principal receptor do IDE ao logo dos anos 2000 e apresentou taxas de crescimento sem precedentes, alastrando uma dinâmica de desenvolvimento baseada no comércio internacional. Tal dinâmica tem impulsionado o comércio regional e está diretamente relacionada com os fluxos de IDE originados, sobretudo, de Hong Kong. Assim, considerando a integração do investimento entre a Ásia, faz-se importante examinar o destino do investimento das nações emergentes.

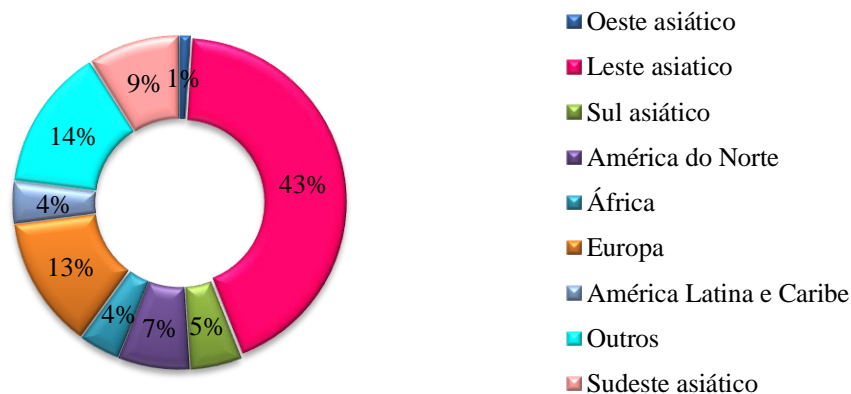


Figura 8 - Maiores destinos do IDE dos países emergentes (%) - 2013

Fonte: UNCTAD, FDI/TNC (2015).

A composição do investimento dos países emergentes ilustrada na Figura 9 mostra a que o investimento se desloca majoritariamente entre nações emergentes, em especial pela Ásia. Nota-se que Leste Asiático, representa 43% do total do investimento. A dinâmica do investimento direto na Ásia acompanha a mesma lógica desde a década de 80, onde países de maior grau de industrialização como Japão concentrava-se na produção de bens de capital e descentralizava produção de bens de menor complexidade para outros países do leste e sul asiático. Entre os emergentes, quem desempenha o papel de distribuidor de investimento produtivo ao restante da Ásia é Hong Kong, que se tornou um grande centro econômico. Apenas Hong Kong compõe 28% do total das fontes do IDE de países emergentes. O segundo maior investidor é a China com 14%, seguido por Singapura, com 13%.

A Figura 10 se refere à entrada IDE em países emergentes distribuídos por setor e regiões. É possível notar que regiões como América Latina e Caribe e África apresentam taxas de IDE destinados ao setor primário de 22% e 28% respectivamente, parcela bem diferente do que é notado na região asiática, o que denota o peso da atividade extrativa em nações com estruturas produtivas de menor complexidade tecnológica.

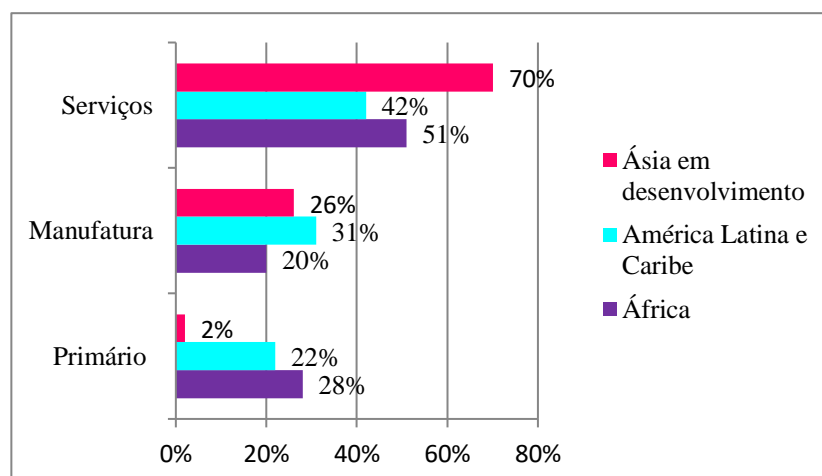


Figura 9 – Fluxo global de entrada IDE em países emergentes distribuídos por setor e dividido por regiões - 2014 (%)

Fonte: Retirado UNCTAD (2016)

Em 2014, o IDE das nações emergentes representou mais de um terço dos fluxos globais. A Figura 11 mostra o rápido avanço da Ásia ao longo dos últimos três anos. Líder em investimento externo dentre os emergentes, o grupo¹³ de multinacionais de países asiáticos pela primeira vez na história, se tornaram o maior grupo de investimento do mundo e em 2014.

¹³ O grupo é composto por países do leste, sudeste e sul da Ásia.

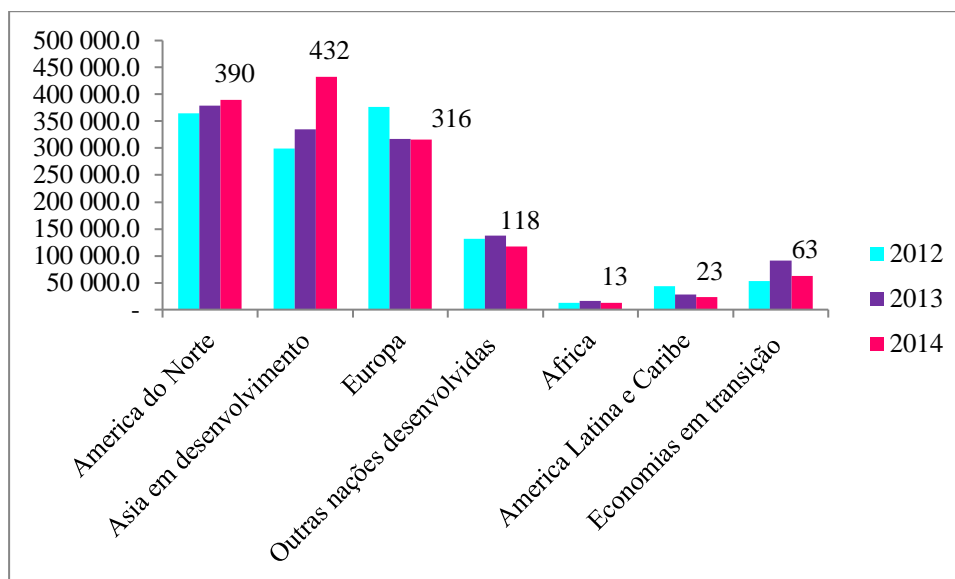


Figura 10 - Fluxo de saída de IDE por grupos e regiões – 2012 a 2014 (em bilhões de dólares)

Fonte: UNCTAD, FDI/TNC (2015).

O conjunto de países asiáticos ultrapassou o grupo da América do Norte, que até 2013 era o maior investidor mundial. Além do avanço de Hong Kong, que se tornou o segundo maior investidor do mundo, depois dos EUA. Diante os dados supracitados é possível constatar que as nações emergentes são as maiores receptoras de IDE global¹⁴ e vem se tornando os maiores investidores do mundo.

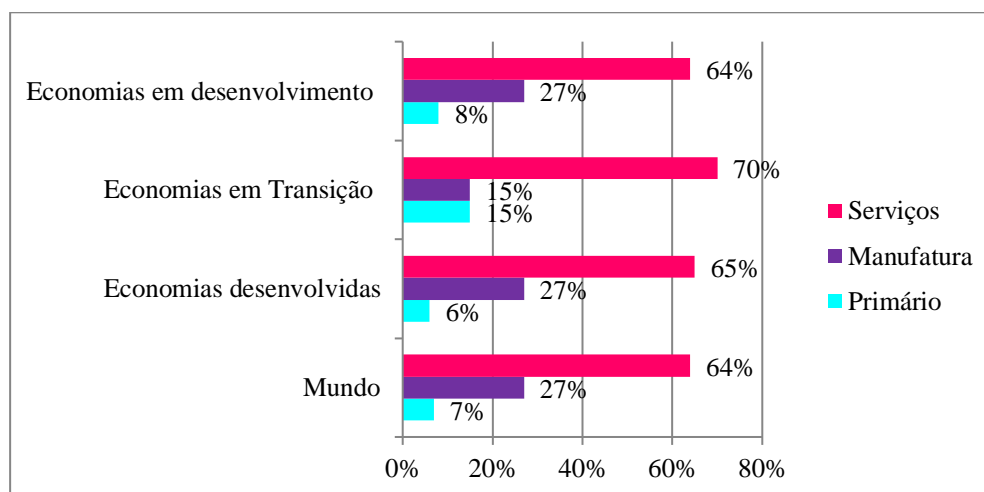


Figura 11 Estoque global de entrada IDE distribuídos por setor e dividido por grupos – 2014 (%)¹⁵

Fonte: Retirado UNCTAD (2016)

No que se refere à forma de distribuição do IDE por indústria em grupos econômicos, a Figura 12 exibe dados para o ano de 2014¹⁶. O setor de serviços representa aproximadamente dois terços do estoque global de IDE em 2014, seguido pelo setor manufatureiro (27%) e pelo setor primário (7%). De um modo geral, nações desenvolvidas e em desenvolvimento se comportam de maneira semelhante

¹⁴ 55% em 2014 segundo UNCTAD (2015)

¹⁵ Considerando uma parcela de investimentos indefinidos de para Mundo (2%), Economias em desenvolvimento (2%), Economias desenvolvidas (2%) e Economias em transição (0%).

¹⁶ O último ano para qual estão disponíveis IDE por repartição setorial.

no que diz respeito à distribuição setorial de IDE. Contudo cabem algumas ressalvas. Tal qual o comportamento destoante das economias em transição, tendo em vista que o setor de manufatureiro tem menor participação (15%) comparado aos demais grupos econômicos (27%). O reduzido investimento no setor manufatureiro é compensado pelo aumento do fluxo de IDE no setor primário (15%).

De acordo com o supracitado, mudanças estruturais na trajetória dos fluxos de IDE podem ser identificadas, principalmente no que tange a estrutura de concentração. Os fluxos de IDE têm se tornado mais descentralizados geograficamente desde a década de 90. Nesse novo prospecto, se esboça uma tendência desconcentradora dos fluxos de investimento em favor das nações emergentes, tanto em termos entrada, quanto de saída de IDE. Nessa concepção, autores como Amal (2000) identificam esta tendência de descentralização do IDE, delimitando três fases do padrão de investimento. A primeira fase se refere ao período de 1983 a 1987, onde a parcela de investimento externo para países em desenvolvimento representava 24% do fluxo total. Por sua vez, no segundo período, de 1988 a 1992, o fluxo de IDE diminuiu substancialmente, situando sua taxa de crescimento em 1%. Nesse contexto, países desenvolvidos apresentaram decréscimo de 4%, contudo, mantiveram sua participação no fluxo mundial em 78%. Por outro lado, países em desenvolvimento diminuíram sua participação nos fluxos totais, embora tenham apresentado taxas de crescimento num patamar mais elevado do que no último período (15%). No terceiro período, a partir de 1993, foi marcado por crescimento sucessivo do fluxo de IDE, onde o padrão do investimento direto foi continuamente alterado, este período assistiu igualmente, aos países em desenvolvimento aumentarem progressivamente sua participação relativa no fluxo total de saída de IDE. Processo que se deve, em grande medida, as altas taxas de crescimento e a expansão dos mercados de nações emergentes, tornando as economias em desenvolvimento mais atrativas.

O processo de descentralização do investimento em favor de economias emergentes beneficiou em particular as economias asiáticas. A UNCTAD (2005) atribui esta trajetória de ascensão da Ásia à competitividade nos mercados dos países avançados, os quais incitavam a buscas por novos mercados inexplorados. Arelado a isto, a busca por territórios para expansões produtivas, as reduções nos custos de produção e os ganhos de escala fizeram da Ásia uma localidade atrativa para tais objetivos, à vista de seus menores custos de mão de obra e elevados índices de produtividade.

Para mais, é possível estabelecer um parâmetro, ainda que breve, entre as conclusões deste tópico e o debate sobre convergência de fluxos de capital, mais especificamente, o Paradoxo de Lucas.

3.4 Paradoxo de Lucas: a convergência dos fluxos de capitais em economias emergentes

À luz de modelo neoclássico simples considera-se a hipótese de que os países que produzem os mesmos bens detêm a mesma função de produção - tomando como insumos apenas capital e trabalho - e possuem retornos constantes de escala. Dados os pressupostos, se assume que as diferenças no rendimento *per capita* só podem ser atribuídas as diferenças de capital *per capita*. Desse modo, considerando que os capitais transitam livremente e a lei dos rendimentos decrescentes - que determina que a produtividade marginal do capital seja maior em países menor estoque de capital -, os fluxos de capitais deveriam migrar de países ricos para países pobres, até que os rendimentos e produtividade de ambos estivessem equalizados.

Num sentido inverso, Lucas (1990) aponta que o capital não flui de países mais desenvolvidos para países em desenvolvimento, ainda que os países em desenvolvimento apresentem níveis mais baixos de capital *per capita*. O autor aponta para a falha na convergência de fluxos de capital, dadas às imperfeições nos mercados de capitais, no que tange a risco político; rendas de monopólio e diferenças de capital humano. Similarmente, alguns autores atribuem a não convergência a imperfeições de mercado, contudo, em termos de problema de assimetria de informação, eleição adversa¹⁷, Risco moral¹⁸, além do risco de *Default*¹⁹ (ALFARO; KALEMLI - OZCAN; VOLOSOVYCH, 2005). Autores como Alfaro *et al.* (2008) apontam outras respostas teóricas ao Paradoxo de Lucas tais quais, políticas governamentais, diferenças tecnológicas, e, em especial fundamentos institucionais.

Tendo em vista o referencial analítico desenvolvido na sessão anterior tem-se observado que, de acordo com a dinâmica dos fluxos de IDE, há uma contínua tendência desconcentradora do

¹⁷Nesse sentido, o comprador não possui informações completas, levando-os a seleção incorreta.

¹⁸ Pode ocorrer quando um dos lados da transação muda seu comportamento e dificulta o seu monitoramento.

¹⁹ Risco de não cumprir com o pagamento da dívida.

investimento. À medida que, em termos de entrada de IDE, no início dos anos 2000, países emergentes representavam aproximadamente de 17% do total mundial, ao passo que a parcela dos desenvolvidos girava em torno de 82%. Todavia, no fim da década a participação dos emergentes saltou para 45% e os desenvolvidos representaram 50% do total em 2010. Nesse caso, tomando os emergentes como países com menor estoque de capital e de maior produtividade marginal do capital para onde os capitais deveriam migrar, a hipótese neoclássica parece ir de encontro com a dinâmica do investimento externo e contra o proposto por Lucas.

Contudo, em termos de saída de IDE, nota-se a elevação do volume e da participação relativa do IDE partindo das nações emergentes. Tendência esta observada desde a década de 90 e aprofundada nos tem últimos dez anos, a considerar que em 2014 a participação das nações emergentes na saída de IDE representou 39%. E neste ponto cabem ressalvas. Embora o investimento parta de nações emergentes, seu destino tem sido outras nações emergentes. À exemplo, tem-se a Figura 9, observa-se que 62% do investimento dos emergentes é destinado para outros mercados emergentes – na soma do leste, oeste, sul, sudeste asiático e América latina e Caribe – mais especificamente o leste asiático, destino de 43% do investimento, impulsionado em grande parte pela China. China, que em 2013 foi segundo maior destino do IDE global com 124 bilhões de dólares, atrás apenas dos EUA. Isto é, de fato o investimento parte de nações com níveis mais baixos de capital *per capita*, contudo, seu destino não são as nações desenvolvidas. O que não nos permite associar esta relação com a hipótese equalização de rendimentos e produtividade do modelo neoclássico simples.

Embora a China se destaque por ser um dos países com maiores níveis de produtividades do capital do mundo, não é possível afirmar que os fluxos de capitais convirjam ao país por este motivo, em virtude de que a China foi terceiro maior investidor do mundo, com 101 bilhões de dólares em 2013, atrás do Japão- também situado no Leste asiático- e dos EUA, segundo a UNCTAD (2014). O que implica que o Leste asiático além de um dos principais receptores é um grande realizador de investimentos. E apesar do esforço em examinar os países de destino do investimento que parte dos emergentes, é necessário denotar que, como as séries estatísticas não estão disponíveis na UNCTAD, podemos examinar somente os gráficos disponíveis no relatório da instituição. Desse modo, entre outros motivos, não é prudente associar o investimento de nações emergentes em outros mercados emergentes à hipótese de Lucas, que aponta para a ausência de fluxos de capitais significativos para os países emergentes/ em desenvolvimento.

Em síntese, no que e refere à entrada de fluxos de IDE nota-se uma tendência desconcentradora do investimento em favor das nações emergentes nas ultimas décadas, o que nos permite associar esta dinâmica a hipótese do modelo neoclássico simples, em função da convergência dos fluxos de nações desenvolvidas para mercados emergentes. Todavia, no que tange a dinâmica dos fluxos de saída de IDE, o investimento tem partido de nações emergentes para outras nações emergentes. Dada ausência de dados que permitam identificar os países – desenvolvidos, em desenvolvimento ou emergentes - de destino deste investimento, esta análise de convergência mostra-se irresolvida e é uma sugestão para próximos trabalhos.

4 REVISÃO EMPÍRICA

4.1 Saída de Investimento Direto: Uma revisão sistemática de estudos empíricos

Embora a literatura acerca da saída de IDE não seja tão ampla quanto a referente a entrada de IDE, nessa sessão, faz-se o esforço de reunir trabalhos que se utilizem métodos econométricos para a construção da análise empírica. Em essência, nos trabalhos acerca das motivações para o investimento direto, nota-se uma preponderância de trabalhos a respeito da Ásia, mais estritamente da China. A começar por Kolstad e Wiig (2012), que através de um modelo *Ordinary Least Squares* (OLS) para 142 países, no período de 2003 a 2006, concluíram que o investimento chinês é atraído por grandes mercados (usando o PIB como *proxy*) em países com a combinação de abundância de recursos naturais e instituições fracas.

De forma análoga, os resultados de Chang (2014) ressaltam o papel da dimensão do mercado para a internacionalização com o enfoque nos complexos verticais, exportação de petróleo e combustíveis para a China. Utilizando de um modelo GMM (*Generalized Method of Moments*) para 138 países de 2003 a 2009, as conclusões indicam que o tamanho da economia- representado pelo PIB- é um fator decisivo e afeta positivamente a internacionalização. Do mesmo modo, o perfil de investimento chinês tem preferência a investir em indústrias de alta tecnologia em países desenvolvidos, e ao mesmo tempo, se internacionaliza em busca de recursos naturais, dado que a extração de combustível desempenha um papel fundamental em OFDI da China.

Outrossim, Liu, Buck e Shu (2005), por meio de um modelo GMM analisam o período de 1979 a 2002 e concluem que o PIB *per capita* é a variável mais importante para o destino IDE chinês. Ainda ressaltando o papel do tamanho do mercado, Zhang e Daly (2011), por meio de um modelo *Ordinary Least Square* (OLS) com 16 países, analisou o período de 2003 a 2009 e concluiu que a saída de IDE chinês é relacionada positivamente com o tamanho do mercado, comércio internacional, crescimento econômico, abertura e dotação de recursos naturais.

De forma a captar as diferenças entre os determinantes da saída de IDE chinês para nações desenvolvidas e em desenvolvimento, Cheung e Quian (2009) utilizam de um modelo de dados em painel para 50 países, no período de 1991 a 2005. Segundo as conclusões, há evidências de que o investimento direto chinês é motivado, essencialmente, pela busca mercado e recursos. No caso dos países em desenvolvimento há uma relação positiva entre exportações e saída de IDE chinês, isto é, exportações chinesas para nações em desenvolvimento induzem a saída de IDE da China. De forma análoga, as reservas internacionais estimulam a saída IDE chinês. Ademais, outra resolução é de que o investimento chinês tende a se aglomerar entre as economias desenvolvidas, todavia, diversifica-se entre as economias em desenvolvimento.

Se tratando de Rússia, Kalotay e Sulstarova (2010) realizam um estudo sobre o país e apuram que, dentre as variáveis que se mostraram mais relevantes para a saída de investimento estão: PIB e dotação de recursos naturais. Tal resultado foi apudado por meio de um modelo *Least Squares* Generalizado (GLS) considerando o período de 1992 a 2007.

Outrossim, o trabalho de Quer, Clver e Rienda (2011) destaca a relação positiva entre exportação e saída de IDE. Assim, através de um modelo *Logit* condicional que incluiu 29 empresas em 52 países de 2005 a 2009, concluiu-se que as exportações, exploração de minério e tamanho da firma apresentaram efeitos positivos na saída de investimento. Além disso, o alto risco político não agiu como um desincentivo para o investimento das multinacionais chinesas.

Resultados de outros trabalhos reforçam o papel das instituições fracas no investimento chinês. A exemplo, Ramasamy, Yeung e Laforet (2012), analisam o investimento direto sob a ótica microeconômica, para 63 empresas de 2006 a 2008. Por meio de um Modelo *Poison*, os autores chegaram a resultados que apontam que empresas estatais buscam se internacionalizar em países cujo sistema institucional é fraco e os recursos naturais abundantes. As conclusões para empresas privadas apontam para a busca por mercado, contudo, as firmas são mais avessas ao risco.

No estudo dos determinantes da saída de investimento direto chinês na África Cheung *et al.* (2012) usaram de uma Regressão de Tobit e Heckman com 54 países de 2003 a 2007. As conclusões foram de que moeda local desvalorizada, maiores índices de corrupção são atrativos para investimento direto chinês.

Entre os estudos que abordam o investimento direto sob a ótica institucional estão Kang e Jiang (2012), que utilizaram de um modelo em Painel para 8 países de 1995 a 2008 e os resultados chamam atenção para a importância das variáveis institucionais, que podem ter um nível de complexidade e relevância maior na explicação do IDE em relação as variáveis tradicionais.

Ainda sob a ótica institucional, está o trabalho de Mishra e Daly (2007). Os autores desenvolveram uma análise teórica e empírica do efeito da qualidade das instituições na saída de investimento em países da OECD e países asiáticos. Utilizou-se de um modelo de *Least Squares* em dois estágios de 1991 a 2001. Os resultados apontam que variáveis como lei, qualidade burocrática, estabilidade do governo foram significantes e apresentaram relações positivas como a saída de IDE.

Ainda no tocante da OECD, autores como Hurst (2011) avaliam a saída de investimento chinês entre países membros e não membros da OECD. Para tanto, fez-se o uso de um modelo em Painel com 154 países, de 2003 a 2008. As conclusões revelam que para nações desenvolvidas a maior proximidade cultural, o menor nível de concorrência e de direitos de propriedade são os determinantes mais relevantes para o investimento. Por outro lado, em nações em desenvolvimento (e não membros da OECD) o investimento é impulsionado por recursos naturais, o potencial de relações comerciais e os níveis mais baixos de direitos de propriedade.

Como grandes potências asiáticas, China e Índia foram alvos dos estudos de Beule e Duanmu (2012). Os autores realizaram uma análise da aquisição de firmas indianas e chinesas buscando desvendar os determinantes de localização. Os resultados indicam que o tamanho do mercado de acolhimento e a abertura comercial são os determinantes mais relevantes do investimento de China e Índia. Assim como, recurso natural é um atrativo para empresas de mineração, os ativos estratégicos são um atrativo a empresas de alta tecnologia. Aliás, variáveis como renda *per capita* se mostram insignificantes para ambos os países. Já fatores institucionais como leis e regras, qualidade regulatória e controle da corrupção foram importantes para a Índia e não para a China. Esta última, dá mais preferência à abundância de recursos naturais.

Não obstante, o perfil investidor indiano é avaliado por meio das multinacionais indianas por Anwar e Rabbi (2008). No período de 1970 a 1990- utilizando um modelo *Ordinary Least Square* (OLS)- variáveis como o PIB real, o crescimento real do PIB, e deflator do PIB real do país de acolhimento são os fatores que influenciam a determinação do fluxo de saída de investimento das multinacionais indianas.

Em outro estudo, realizado por Kim e Rhe (2009), concluiu-se que a busca por mercado é o determinantes mais relevantes da saída de investimento sul coreana. Nesse aspecto, os investidores sul-coreanos preferencialmente buscam grandes mercados e ativos estratégicos.

Ainda sobre a Ásia, Goh e Wong (2010) indicam que, no caso da Malásia, há uma relação positiva e de longo prazo entre o tamanho do mercado estrangeiro, as reservas internacionais, a taxa de câmbio efetiva real, a abertura comercial do país de origem e a saída de IDE. Os resultados foram auferidos por meio de uma Cointegração Multivariada de Johansen e modelo de Vetor de Correção de Erro (ECM) de 1999 a 2008.

Wheeler e Mody (1992), com o objetivo de estudar os determinantes da saída de de investimento nos Estado Unidos, utilizaram um modelo *log-linear* para 42 países de 1982 a 1988. Os resultados sugerem que a economia de aglomeração é o fator que mais influencia o investidor no momento da internacionalização.

No que se refere ao Brasil, Wang (2014) realiza um estudo comparando os determinantes da saída investimento externo do Brasil e da China no período de 2006 a 2012. Os resultados do modelo em Painel mostram que, para ambos os países, o investimento é influenciado pelo câmbio. Além do mais, o motivo 'Busca por recursos' é irrelevante. Entretanto, motivos como a 'Busca por mercado', 'Busca por eficiência', 'Busca por ativos estratégicos' são relevantes. No bojo desse processo, para o Brasil, as variáveis significantes são relacionadas à importação e risco político. Entretanto, para a China a variável relevante é exportação.

Ainda sobre o Brasil, Carvalho *et al.* (2010) usou de um modelo *Logit* para analisar os fatores que determinam o IDE brasileiro. Os resultados apontam para a importância da mão de obra qualificada na decisão de investir. No caso brasileiro, os autores concluíram que a tecnologia funciona mais como um recurso competitivo e que as empresas não se internacionalizam em busca de tecnologia.

5 ESTUDO EMPÍRICO

5.1 Metodologia

No intuito de validar a adequação do modelo VAR/VEC uma série de testes serão realizados com o propósito de garantir os seguintes pressupostos;

Os erros do modelo apresentam média nula.

$$E(\varepsilon_t) = 0 \quad (1)$$

Os erros são linearmente independentes.

$$Cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0 \quad (2)$$

Com o propósito de evitar regressões espúrias faz-se necessária verificação da estacionariedade das séries. Para tanto, emprega-se o teste de raiz unitária de Dickey-Fuller Aumentado (ADF) calculado por séries individuais, com o intuito de avaliar se as variáveis estão estacionárias.

De acordo com Dickey e Fuller (1979), a hipótese nula é que a variável X_t é uma série não estacionária ($H_0: \delta = 0$) e é rejeitada quando δ é significativamente negativa ($H_1: \delta < 0$). Desse modo, se *p-valor* for superior aos valores críticos, então a hipótese nula (H_0) é rejeitada, de outro modo, a série é estacionária e integrada de ordem um $I(0)$. Em contraponto, quando não há a rejeição da hipótese nula isto implica que a série é não estacionária.

Como uma extensão do teste de Dickey-Fuller (DF) o teste de Phillips-Perron (PP) faz uma correção semi-paramétrica para autocorrelação e é mais robusto no caso de autocorrelação fraca e resíduos de regressão heterocedástica. Apesar do teste fornecer diferentes perfis de defasagem para as variáveis em séries temporais, elas são fornecidas a um nível de significância mais baixo. Ademais, qualitativamente o teste fornece as mesmas conclusões que o teste Dickey-Fuller. Tendo em vista que hipótese nula do teste é de que uma série temporal contém raiz unitária.

Os testes para identificação de raiz unitária mais utilizados são Dickey-Fuller e Phillips-Perron, contudo, ambos examinam as séries de forma individual. Em vista disso, considerando a possibilidade de que exista uma dependência entre as unidades observadas no painel ao longo do tempo, os testes de Lin & Chu e ADF-Fisher e de Pesaran e Shin também serão considerados nesse trabalho.

A presença de raiz unitária nas séries torna a hipótese de que a média e a variância são constantes no tempo invalidada. Fato que pode gerar resultados viesados e regressões espúrias. Caso as séries apresentem raiz unitária, se faz necessária a remoção da tendência por meio do uso das séries temporais diferenciadas, de modo a promover a transformação da série em $I(d)$, sinalizando que ela é integrada de ordem d , com o intuito de chegar a resultados mais robustos. Entretanto, ao eliminar a tendência das séries, alguns fundamentos de longo prazo podem ser prejudicados. Assim sendo, será utilizada a análise de cointegração para examinar as relações de equilíbrio de longo prazo entre as séries.

A cointegração entre as séries indica que as mesmas tenham tendências estocásticas análogas e que a partir dessa relação de equilíbrio, o termo de erro (E) representa um desvio de custo prazo. Para testar esta relação, nesse trabalho, serão utilizados os testes de cointegração de Johansen (1988), baseado na combinação de testes individuais. A hipótese nula do teste de Johansen é a de não-cointegração entre as variáveis, enquanto que a hipótese alternativa é da existência de cointegração. O teste utiliza do método de máxima verossimilhança e propõem duas estatísticas de teste para examinar o número de vetores de cointegração. A primeira classificação é a de traço (λ traço) e segunda do autovalor máximo (λ_{max}).

Nesses termos, a estatística de razão de verossimilhança (LR) para o teste de rastreamento (λ traço) sugerido por Johansen (1988) é a seguinte:

$$\lambda_{\text{trace}}(r) = -T \sum_{i=t+1}^p \ln(1 - \hat{\lambda}_i) \quad (6)$$

Onde, $\hat{\lambda}_i$ é o maior valor estimado originado da i -ésima raiz característica (autovalor) obtida a partir da matriz estimada, $r = x 0, 1, 2, \dots, p-1$. Ademais, T é o número de observações utilizáveis.

A estatística de traço λ testa a hipótese nula de que o número de raízes distintas é menor ou igual a r , onde r é 0, 1 ou 2. Nessa estatística λ , quanto mais próximo de zero estiverem os valores das raízes unitárias, menor será o traço, o contrário também vale.

A estatística alternativa que se refere ao autovalor máximo (λ_{max}) sugerida por Johansen é a seguinte:

$$\lambda_{max}(r, r + 1) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1}) \quad (7)$$

O teste de traço testa a hipótese nula de que existem no máximo r vetores diferentes de cointegração. Enquanto que o teste de máximo autovalor testa a hipótese nula de que existem r vetores de cointegração.

É sabido que os testes de cointegração são sensíveis à escolha do número de defasagens. Desse modo, em primeiro lugar, estimou-se um modelo VAR com os dados da série temporal para encontrar uma estrutura de defasagem apropriada. Desse modo, Para a definição da defasagem adequada é utilizada a seleção do critério de *lags* no contexto modelo VAR/VEC com o intuito de minimizar a ordem sobre um conjunto de possíveis ordens $m = 0, \dots, p_{max}$. Entre os critérios mais comuns estão:

Critério de Akaike (1973,1974), dado por:

$$AIC(m) = \log \det(\hat{\Sigma}_m) + \frac{2}{T} mK^2 \quad (11)$$

Critério de Hannan - Quinn (1979), definido por:

$$HQ(m) = \log \det(\hat{\Sigma}_m) + \frac{2 \log \log T}{T} mK^2 \quad (12)$$

Critério de Schwarz (1978), dado pela seguinte expressão:

$$HQ(m) = \log \det(\hat{\Sigma}_m) + \frac{2 \log T}{T} mK^2 \quad (13)$$

Nesses termos, M é a ordem do modelo, T é a quantidade de observações, K é a quantidade de variáveis endógenas e $\hat{\Sigma}_m = T^{-1} \Sigma_{t=1}^T \hat{u}_t \hat{u}_t'$ é a matriz de covariância do erro.

5.1.1 Estimador FMOLS (*fully Modified OLS*)

Após verificar defasagem apropriada e a existência de um vetor de cointegração no modelo, estimou-se o coeficiente de longo prazo, usando o estimador desenvolvidos por Pedroni (2001, 2004) denominado *Group Mean -Fully Modified Ordinary Least Squares* (GM-FMOLS). Trata-se de uma extensão da *Fully Modified OLS* (FMOLS) desenvolvida por Phillips e Hansen (1990). O objetivo do estimador é eliminar os problemas oriundos da correlação de longo prazo entre a inovação estocástica dos regressores e o resíduo da equação de cointegração. As correlações de longo prazo produzem estimadores menos eficientes e o estimador usa de correção semi-paramétrica para elimina-las. "O estimador GM-FMOLS é obtido simplesmente tomando a média dos estimadores FMOLS para cada *cross-section* do painel" (p.24 BORGES, 2011).

O método fornece estimativas ótimas para regressões de cointegração. Além de modificar os mínimos quadrados para considerar os efeitos de correlação serial e endogeneidade nos regressores, que são oriundos da existência de uma relação de cointegração. A utilização do estimador GM-FMOLS justifica-se pelo fato de que o estimador fornece estimativas consistentes dos parâmetros β em amostras relativamente pequenas. Além de controlar a probabilidade de endogeneidade dos regressores, correlação serial e alguma provável dependência de corte transversal. Além do estimador incluir *dummies* temporais no modelo (LEE, 2007; RAMIREZ, 2010).

Leva-se em conta o sistema de cointegração:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \mu_{it} \quad (14)$$

$$X_{it} = X_{it-1} - \varepsilon_{it} \quad (15)$$

$$Z_{it} = (Y_{it}, X_{it})' I(1) \text{ e } \xi_{it} = (\mu_{it}, \varepsilon_{it})' \sim I(0) \quad (16)$$

Onde $i = 1, 2, 3, \dots, n$ diz respeito ao número de países do painel e considera-se como matriz de covariância fornecida por $\Omega_i = L_i L_i'$, as variáveis são cointegradas dado o vetor de cointegração β . Esse termo possibilita a inclusão de efeitos fixos para cada membro do modelo em painel.

Ademais, a equação do estimador FMOLS é representada por:

$$\beta_{FMOLS}^* = N^{-1} \sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T (X_{it} - \bar{X})^2)^{-1} (\sum_{t=1}^T (X_{it} - \bar{X}_1) Y_{it}^* - T\tau_i) \quad (17)$$

Onde

$$Y_{it}^* = (Y_{it} - \bar{Y}_i) - \frac{L_{21i}}{L_{22i}} \Delta X_{it} \quad (18)$$

$$r = \Gamma_{21i} + \Omega_{21i}^0 - \frac{L_{21i}}{L_{22i}} (\Gamma_{22i} + \Omega_{22i}^0) \quad (19)$$

Em suma, nesse trabalho se aplica o método GM-FMOLS no intuito de estimar o vetor de cointegração de longo prazo. Nesse sentido, busca-se modelar a relação da saída de IDE com o Juro, a entrada de IDE, o índice do PIB, o saldo corrente, a complexidade e o índice do cambio.

5.1.2 VECM (Vector Error Correction Model)

O Modelo de Vetor Auto Regressivo (VAR) foi introduzida por Sims (1980) e fundamenta-se em um sistema de equações, onde cada variável que faz parte do sistema é uma função dos valores das outras variáveis no presente, dos seus próprios valores e dos valores das outras variáveis defasadas ao longo do tempo. Além de um termo de erro.

$$Z_t = A^{-1}B_0 + \sum_{i=1}^p A^{-1}B_i Z_{t-i} + A^{-1}B \epsilon_t = \Phi_0 + \sum_{i=1}^p \Phi_i Z_{t-i} + e_t \quad (20)$$

Onde, A se refere a uma matriz $n \times n$ que determinam as restrições do presente entre as variáveis que fazem parte do vetor $n \times 1$; B é a matriz diagonal $n \times n$ de desvio padrão; B0 representa um vetor constante $n \times 1$; as matrizes de coeficiente $n \times n$ são dadas por Bi.

Considerando que Z segue um processo estocástico I(1), a seguir tem-se a estimação em primeiras diferenças do VAR, que captura apenas a relação de curto prazo entre as series.

$$\Delta Z_t = \Phi_0 + \Phi_i \sum_{i=1}^p \Delta Z_{t-i} + e_t \quad (21)$$

Reescrevendo com um vetor das variáveis de ordem de integração I (0) defasadas:

$$\Delta Z_t = \Phi_0 + \Pi_p Z_{t-1} + \Phi_i \sum_{i=1}^p \Delta Z_{t-i} + e_t \quad (22)$$

Onde $x \ n \ \Pi = \alpha \beta'$ representa o numero de equações de cointegração.

Em suma, a diferença entre a equação 21 e a 22 é a presença de um termo de correção de erros, que sinaliza os desvios das series em relação ao equilíbrio de longo prazo, portanto, deve ser incorporado a equação apenas se houver uma relação de longo prazo entre as séries.

A seguir, se isola o termo de correção de erro:

$$\Pi_p Z_{t-1} = \Phi_0 + \Delta Z_t + \Phi_i \sum_{i=1}^p \Delta Z_{t-i} + e_t \quad (23)$$

Assim, tem-se, do lado direito da equação, uma combinação linear estacionária, de modo que a relação de longo prazo é garantida pelo termo de correção de erro, que será diferente de zero apenas se as variáveis forem cointegradas.

Ademais, com o propósito de testar a auto correlação dos erros do modelo, utiliza-se o teste de Portmanteau. Trata-se de um método multivariado baseada em distribuições assintóticas e tem como objetivo verificar a independência dos resíduos, através da substituição dos parâmetros do modelo por seus respectivos estimadores. Considerando como hipótese nula.

$$H_0(r_0): \quad E(u_t u_{t-1}) = 0, (i = 1, 2, \dots) \quad (27)$$

A hipótese alternativa é a da existência de ao menos uma autocorrelação ou covariância dos erros não-nula.

Não obstante, o teste LM (*Lagrange Multiplier*), também conhecido como teste de *Breusch-Godfrey* e verifica a para autocorrelação dos resíduos através da estimação de uma regressão do resíduo em relação ao próprio resíduo defasado no tempo e as variáveis explicativas. Considerando a seguinte hipótese nula:

$$H_0: B_1 = \dots = B_s \quad (28) \quad \text{versus}$$

$$H_0: B_i \neq 0 \text{ para pelo menos um } i \in \{1, \dots, s\} \quad (29)$$

A estatística pode ser calculada considerando o seguinte modelo para o método VAR;

$$\hat{u}_t = A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + B_1 \hat{u}_{t-1} + \dots + B_s \hat{u}_{t-s} + \epsilon_t^* \quad (30),$$

Onde;

$\hat{u}'_t s$ = são resíduos estimados do modelo original

$\hat{\beta}$ = é o estimador da matriz de correlação

ε_t^* = é o termo auxiliar de erro.

5.1.3 Dados em painel

O método de dados em painel faz uma associação entre dados de corte transversal e de séries temporais, fato que permite a análise dos dados respeitando a heterogeneidade presente em cada país analisado (HSIAO, 2014). Esta última característica se faz importante, tendo em vista que cada país tem determinantes particulares para a saída de IDE. Para além, a adoção deste método justifica-se por sua capacidade de eliminar o efeito de variáveis omitidas por meio do estudo das variações na variável dependente ao longo dos anos.

Dessa forma, o modelo geral de dados em painel pode ser representado por:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} X_{1it} + \dots + \beta_{nit} X_{nit} + E_{it} \quad (31)$$

Onde i representa os indivíduos, t representa o período de tempo. β_0 tratar-se do intercepto, β_k representa o coeficiente angular que se refere a k -ésima variável explicativa do modelo. Considerando os possíveis problemas relacionados ao enviesamento de seleção, tais como a auto-seletividade e ausência de resposta podem ser oriundas de efeitos não observados. Dessa maneira, existem formas de modelar os efeitos não observados, por efeitos fixos e aleatórios. Neste último, a suposição é de que o intercepto da unidade individual não tem correlação com as variáveis explicativas, ao passo que os efeitos fixos da unidade individual pode estar correlacionado com os regressores (WOOLDRIDGE, 2003).

Para a seleção do melhor efeito será utilizado o teste de Hausmann, cuja a hipótese nula de que não há correlação entre os regressores e o termo de erro e a hipótese alternativa que se trata do inverso.

5.2 Base de dados

A realização deste exercício empírico tem o propósito de analisar os determinantes da saída de IDE de países emergentes do período de 1995 a 2014, usando dados anuais. A escolha deste recorte temporal se deve as mudanças estruturais no perfil do investimento sucedidas neste período, bem como pelo avanço do papel das economias emergentes nos fluxos de saída de IDE decorrido na última década, tal como foi apontado pela análise da evolução dos fluxos de IDE no Capítulo 3.

Para tanto, faz-se o uso de um painel de dados desbalanceado com 301 observações, composto por quinze países emergentes, segundo a classificação de mercados emergentes da Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD). Os países selecionados foram escolhidos com base na disponibilidade de dados e na relevância nos fluxos de IDE, são eles: Brasil, Chile, China, Colômbia, Índia, Indonésia, Coreia do Sul, Malásia, México, Peru, Filipinas, Rússia, Singapura, Tailândia e Venezuela.

Contudo cabem, novamente, algumas ressalvas, de modo que estudo empírico é direcionado a análise das condições do país de origem do investimento, neste enfoque utiliza-se de um conjunto de variáveis macroeconômicas referente aos quinze países, indistintamente das variáveis do país de destino. Assim sendo, a variável dependente inclui o fluxo total de saída de IDE dos países listados; a mesma lógica é aplicada para as demais variáveis.

O Quadro 1 elenca as nove variáveis do modelo e suas respectivas descrições.

Quadro 1- Descrição das variáveis

Variável	Sigla	Fonte	Nomenclatura da série	Unidade de medida	Transformações
Abertura	ABERT	World Bank e OECD dados das contas nacionais. World Bank e OECD dados de conta nacionais	Comércio (% do PIB) : Exportações + importações de bens e serviços medidos em proporção do Produto Interno Bruto.	(% PIB)	-
índice do câmbio	IND.CAM	Fundo Monetário Internacional, Estatísticas Financeiras Internacionais via World Bank	índice do câmbio a preços de 2014	Base 2014	(Valor do câmbio real/ Valor do câmbio real (2014))* 100
Taxa de juros real	JURO	Fundo Monetário Internacional, Estatísticas Financeiras Internacionais e arquivos de dados do Banco Mundial sobre o deflator do PIB via World Bank	Trata-se da taxa de juros de empréstimo deflacionada pela inflação medida pelo deflator do PIB. Entre os ativos do sistema bancário estão inclusos os ativos externos líquidos e crédito interno líquido- incluindo crédito privado, a administrações públicas, setor público não financeiro e instituições financeiras e não financeira.	(% ao ano)	-
Índice de Complexidad e Econômica	COMPLEX	<i>The Atlas Of Economic Complexity</i>	O índice é calculado levando em conta a diversidade média (a média de quantos produtos o país é capaz de produzir) e a ubiquidade média (número de países capazes de fabricar determinado produto).	Valores extremos: -7,25 a 2,71	-
Fluxo de entrada de IDE	ENTRADA. IDE	UNCTADstat	Os fluxos de entrada de IDE se referem ao capital (não residente) recebido de uma empresa estrangeira. Os Fluxos estão em bases líquidas: créditos de transações de capital, menos débitos entre investidores diretos e suas filiais estrangeiras.	(% PIB)	-

Quadro 2- Descrição das variáveis

(continuação)

Recursos naturais	REC.NAT	Estimativas baseadas em fontes/métodos descritos em "A Mudança da Riqueza das Nações: Medindo o Desenvolvimento Sustentável no Novo Milênio" via Banco Mundial(2011)	Rendas totais dos recursos naturais: Trata-se da soma das rendas do petróleo, das rendas do gás natural, das rendas do carvão, das rendas dos minerais e das rendas das florestas.	(% PIB)	-
Fluxo de saída de IDE	SAIDA.IDE	UNCTAD <i>stat</i>	Os fluxos de saída de IDE se referem ao capital (residente) fornecido a uma empresa estrangeira. Os Fluxos estão em bases líquidas: créditos de transações de capital menos débitos entre investidores diretos e suas filiais estrangeiras.	(% PIB)	-
Saldo em transações correntes	SALDO.CO R	(Fundo Monetário Internacional, Anuário Estatístico da Balança de Pagamentos e banco de dados. Estimativas com PIB do Banco Mundial e OCDE)via World Bank	Soma das exportações líquidas de bens e serviços, renda primária líquida e renda líquida secundária.	(% PIB)	-
Índice do PIB real -IFS	IND.PIB.IM F	Fundo Monetário Internacional, Estatísticas Financeiras Internacionais	índice do PIB real	Base 2010	-

Fonte: Dados da pesquisa

No intuito de justificar a escolha das variáveis, o Quadro 2 lista os trabalhos anteriores em que as variáveis foram utilizadas. Todavia, como mencionado previamente, há um número limitado de artigos referentes à saída de IDE em relação a estudos de entrada de IDE, fato que, de certa forma, corrobora para o uso de variáveis ainda inéditas em estudos econométricos.

Muito embora todos os trabalhos elencados refiram-se apenas a estudos empíricos em torno da saída de IDE, não foi feita distinção entre estudos da saída de IDE que, ao contrário deste trabalho, consideraram os dados dos países de destino do investimento, ou até que se utilizaram de modelos *push and pull* e relacionados.

O Quadro 2 expõe a relação que se espera das variáveis, além do que, *a luz* o Paradigma eclético de Dunning, faz-se o esforço de classificar as variáveis selecionadas do modelo de acordo com os motivos da internacionalização apontados por Dunning e Lundan (2008).

Quadro 3 - Variáveis: justificativa e relação esperada

Variável	Trabalhos e Justificativas	Justificativa teórica	Relação esperada
Abertura	Beule e Duanmu (2012) Goh e Wong (2010) Hurst (2011) Anwar e Rabbi (2008) Zhang e Daly (2011)	Busca por mercado	+
Índice de Complexidade Econômica	Indicar as capacidades/habilidades presentes em uma matriz produtiva através da pauta exportadora. Fatores que corroboram para a diversificação produtiva e a capacidade das empresas de se internacionalizarem.	Busca por ativo estratégico	+
Fluxo de entrada de IDE	-	Não se aplica	+
Recursos naturais	Beule e Duanmu (2012) Anwar e Rabbi (2008) kalotay e Sulstarova (2010) Kang e Jiang (2012) Kolstad e Wiig (2012)	Busca por recursos	-
Índice do PIB ²⁰	Cheung e Quian (2012 e 2009) Kolstad e Wiig (2012) Chang (2014) Mishra e Daly (2007) Zhang e Daly (2011) Anwar e Rabbi (2008)	Busca por mercado	+
Saldo em transações correntes	Indicador de solvência do país de origem do investimento, servindo como medida para a estabilidade macroeconômica	Indicador de estabilidade econômica	-
Taxa de juros real	Toletino (2008)	Busca por mercado	-
Taxa de câmbio	Anwar e Rabbi (2008);Chang (2014);Nielsen e Hallas (2015); Toletino (2008) e kalotay e Sulstarova (2010)	Busca por mercado	+ ou -

Fonte: Dados da pesquisa

Consoante os quatro motivos para a internacionalização apontados por Dunning e Ludam (2008), explica-se com mais detalhes as informações descritas no Quadro 2.

5.2.1 Busca por ativos estratégicos

De acordo com Buckley *et al.* (2007) a ‘Busca por ativos estratégicos’ refere-se a internacionalização orientada pela aquisição de informações e conhecimento do país hospedeiro do IDE . A finalidade é obter coesão de ativos estratégicos compartilhando da mesma localização. Dentre estes ativos estão inclusos *know-how*, marcas estabelecidas, e capacidades locais e tecnologias avançadas. Desse modo, levando em conta esta perspectiva teórica, complexidade econômica se encaixa nessa classificação, em virtude de que a produção é resultado de um conjunto de capacidades/habilidades. Estas capacidades produtivas sinalizam a diversidade de bens que podem ser

²⁰ Foram considerados trabalhos que utilizaram dados do PIB;

fabricados em um país, levando em conta as diversas combinações de competências locais. De modo que, quanto mais diversas são as competências, maior a possibilidade das firmas de diversificarem suas produções e, por conseguinte, gerar vantagens competitivas. Ou seja, de outro modo, as multinacionais instaladas em determinado país com índice de complexidade elevado, podem explorar de uma ampla gama de combinações produtivas e se espera que isto aumente a internacionalização.

5.2.2 Busca por Recursos

A ‘Busca por recursos’ refere-se à internacionalização para explorar fatores de produção a custos mais baixos do que os praticados no país de origem, em particular, busca-se mão de obra e recursos naturais a preços baixos. Nessa perspectiva, a variável Recursos Naturais se encaixa nessa classificação e dela se espera uma relação negativa com a saída de IDE. Assim, pode-se supor que o impacto negativo na saída de investimento seria causado pelo fato de que nações com maiores rendas advindas de atividades extrativistas portariam uma matriz produtiva menos elaborada e complexa, o que minimizaria a capacidade inovativa e a criação de vantagens competitivas das firmas para a internacionalização.

5.2.3 Busca por mercado

Todavia, a ‘Busca por mercado’ se refere à instalação de uma filial em outro país com o intuito de atender ao seu mercado interno. Nessa concepção, utiliza-se o Índice do PIB, como *proxy* para o ritmo de crescimento do mercado doméstico, e se espera uma relação positiva, uma vez que as fases de crescimento da economia indicam aceleração da atividade econômica e podem oferecer as condições necessárias para o desenvolvimento de vantagens competitivas suficientes para cobrir os custos da internacionalização. Ademais, tem-se a hipótese de que, as fases de expansão econômica, são geralmente acompanhadas de baixas taxas de juros, de modo que a redução do custo do capital aumente a capacidade de investimento por parte das empresas domésticas, inspirando-as à internacionalização.

No que se refere à taxa de juros numa perspectiva microeconômica, consideram-se estratégias de empresas guiadas pela busca de mercado, acredita-se que a diminuição da taxa de juro promove a redução do custo do capital e, por conseguinte, o aumento da capacidade de investimento por parte das empresas domésticas, inspirando-as à internacionalização. Da mesma maneira, que o aumento da taxa de juros desencadearia uma relação contrária, desestimulando a saída de investimento direto; desse modo, se espera uma relação negativa entre as variáveis.

Ademais, a abertura econômica foi classificada por Hurst (2010) no motivo ‘Busca por mercado’ por traduzir a política do governo em relação ao capital internacional e suas possíveis relações comerciais decorrentes do investimento. Aliás, se espera uma correlação positiva entre saída de abertura econômica;

Para além disso, com o propósito de examinar o comportamento das variáveis para o conjunto dos quinze países do painel, o Tabela 3 expõe as estatísticas descritivas das variáveis.

Tabela 3- Estatística descritiva das variáveis – 1995 a 2014

Variáveis	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
IND.PIB.IMF	24.37	150.65	79.08	23.21
ABERT	15.64	439.66	87.35	86.39
IND.CAMBIO	77.71	232.44	117.60	25.51
JURO	-35.31	77.62	8.00	14.28
SAIDA.IDE	-0.61	22.71	1.83	3.18
ENTRADA.IDE	-0.30	26.52	3.68	4.29
COMPLEX	-1.35	1.88	0.32	0.66
REC.NAT	0.00	25.41	5.97	5.68
SALDO.COR	-9.74	26.10	2.53	6.62

No que se refere às estatísticas descritiva, cabe salientar o comportamento da variável Abertura Econômica, que apresenta desvio padrão elevado, fato que pode ser justificado pela amostra de países, que considera desde nações latinas a nações asiáticas. Todavia, países asiáticos praticam estratégias de inserção internacional altamente voltadas para o comércio externo e, conseqüentemente, com alta participação do comércio no PIB. Resultado que destoa quando comparado aos demais países.

Por fim, especifica-se a função geral do painel do seguinte modo:

$$SAIDA_IDE_{it} = B_0 - IND_PIB - B_1 SALDO_COR + B_2 COMPLEX + B_3 IND_CAMBIO + B_4 ABERTURA + B_5 JURO + B_6 REC_NAT + B_7 ENTRADA_IDE + \mu_{it}$$

Considerando todos estes esclarecimentos quanto ao tratamento dos dados, se prossegue com a análise empírica através de três modelos econométricos.

5.3 Análise empírica

5.3.1 Resultados

No intuito de evitar problema com regressões espúrias e examinar a estacionariedade das séries, foi testada a presença de raiz unitária através do teste *Augmented Dickey-Fuller* (ADF). Tendo em vista que a presença de raiz unitária nas séries invalida os pressupostos de que a média e a variância são constantes no tempo, além do que, pode propor um falso relacionamento entre as variáveis. Deste modo, o diagnóstico partiu de diferentes testes, o de *Levin, Lin e Chu*, *Pesaran e Shin*, *ADF-Fisher* e *PP-Fisher*, onde se considerou a hipótese nula de que existe raiz unitária e a série não é estacionária. Enquanto a hipótese alternativa é de que não existe raiz unitária e a série é estacionária.

O Quadro 4, abaixo, expõe o resultado dos quatro testes considerando um nível de significância de 5%:

Quadro 4 - Teste de Raiz Unitária das variáveis

Variável	Especificações		Levin, Lin & Chu	Im, Pesaran and Shin	ADF - Fisher	PP - Fisher
SAÍDA. IDE	Nível	Estatística Prob	-1.29726 0.0973	-1.07003 0.1423	35.7979 0.1478	73.7517 0
	1ºD	Estatística Prob	-7.27733 0	-8.80764 0	126.969 0	823.7 0
JURO	Nível	Estatística Prob	-5.51688 0	-4.87702 0	81.3046 0	124.488 0
COMPLEX	Nível	Estatística Prob	-0.0785 0.4687	0.97846 0.8361	25.8774 0.6814	37.9194 0.1518
	1º D	Estatística Prob	-9.694 0	-10.2584 0	152.468 0	435.58 0
ENTRADA IDE	Nível	Estatística Prob	-3.10955 0.0009	-3.58999 0.0002	63.0425 0.0004	86.4104 0
IND. PIB.IMF	Nível	Estatística Prob	8.08381 1	11.0318 1	1.06705 1	0.49873 1
	1ºD	Estatística Prob	-2.76638 0.0028	-2.2219 0.0131	51.4724 0.0021	98.4679 0
REC. NAT	Nível	Estatística Prob	-2.79802 0.0026	-0.96371 0.1676	31.54 0.3892	41.1895 0.0838
ABERT	Nível	Estatística Prob	-1.36686 0.0858	0.10165 0.5405	26.7866 0.6345	28.1255 0.5638
	1ºD	Estatística Prob	-6.18102 0	-6.89903 0	103.802 0	205.379 0
IND_CAMBIO	Nível	Estatística Prob	-1.8683 0.0309	-1.4942 0.0676	41.4447 0.0798	36.8464 0.1817
	1º D	Estatística Prob	-4.27542 0	-3.66003 0.0001	64.9476 0.0002	99.0494 0

Quadro 5 - Teste de Raiz Unitária das variáveis**(continuação)**

SALDO_COR	Nível	Estatística	-1.34686	-0.96371	29.8574	30.1255
		Prob	0.5987	0.6978	0.9548	0.3832
	1ºD	Estatística	-3.5325	-3.4865	58.996	49.2891
		Prob	0.0002	0.0002	0.0012	0.0147

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com os resultados expostos no Quadro 4, observa-se que as variáveis do painel apresentaram ordens de integração distintas. De modo que as variáveis que correspondem à taxa de juro real, entrada de IDE e recursos naturais são integradas de ordem I(0). Ao passo que as séries: índice do cambio, e saída de IDE apresentaram resultados variados, onde intercalam integração de ordem I (0) e ordem I(1) dependendo do teste e o nível de significância estatística, e nesse caso, podem ser testadas nas duas ordens de integração. Por fim, todas as demais variáveis são integradas em primeira ordem I (1) e apresentam raiz unitária.

De acordo com Gujarati (2009) a estacionariedade das series é evidenciada se suas variâncias e médias não mudam sistematicamente ao longo do tempo, e o valor da covariância entre dois períodos de tempo decorre somente da defasagem entre os dois períodos, e não no período correspondente ao cálculo da covariância. No momento em que se é verificada a presença de raiz unitária nas séries, a hipótese de que a média e a variância são constantes no tempo é invalidado, fato que pode gerar resultados viesados e regressões espúrias. Caso as series apresentem raiz unitária, se faz necessária à remoção da tendência através do uso das series temporais diferenciadas. Entretanto, ao eliminar a tendência das séries, alguns fundamentos de longo prazo podem ser prejudicados.

De modo a examinar as relações de equilíbrio de longo prazo entre as series será utilizada a análise de cointegração. A cointegração entre as séries indica que as mesmas tenham tendências estocásticas análogas e que a partir dessa relação de equilíbrio, o termo de erro (ϵ) represente um desvio de curto prazo. Assim sendo, no intuito de testar esta relação de longo prazo, nesse trabalho será utilizados o teste de cointegração de Johansen/Fischer, ao qual se baseia em uma combinação de testes individuais.

Cabe ressaltar que na aplicação do teste, as variáveis estacionárias em nível foram adicionadas como exógenas, enquanto que as em primeira diferença foram inseridas como endógenas no teste de cointegração do painel ²¹. Os resultados do teste de cointegração de Johansen estão segmentados na Tabela 3, a qual se refere ao teste de traço; e na Tabela 4, expõe os resultados do teste de Máximo autovalor.

²¹ Neste caso, as variáveis que apresentaram resultados variados dependendo do teste de estacionariedade-índice do cambio e saída de IDE- foram testadas das duas formas, porém foram adicionadas como endógenas.

Tabela 3- Resultado do teste do traço

Hipótese nula	λ	Valor crítico a 95%	Prob
$0 = r$	167.2852	69.81889	0.0000
$1 \leq 0$	82.31569	47.85613	0.0000
$2 \leq 0$	22.93885	29.79707	0.2491
$3 \leq 0$	3.844118	15.49471	0.9157
$4 \leq 0$	0.149652	3.841466	0.6989

Fonte: Dados da Pesquisa

Tabela 4: Resultado do teste de máximo autovalor

Hipótese nula	Max-Eigen	Valor crítico a 95%	Prob
$0 = r$	84.96953	33.87687	0.0000
$1 \leq 0$	59.37684	27.58434	0.0000
$2 \leq 0$	19.09474	21.13162	0.0941
$3 \leq 0$	3.694465	14.2646	0.8901
$4 \leq 0$	0.149652	3.841466	0.6989

Fonte: Dados da Pesquisa

Assim, de acordo com os resultados do teste de traço e do máximo autovalor, podemos rejeitar a hipótese nula de que não há equilíbrio de longo prazo entre as variáveis, dado que o resultado aponta para a presença de dois vetores de cointegração, pois neste caso, as duas estatísticas do teste de Johansen- Traço e Máximo Autovalor- rejeitam a hipótese do número de vetores ser menor ou igual a 1, contudo, não rejeitam a hipótese do número de vetores ser menor ou igual a 2. Em suma, os dois resultados indicam que há relação de longo prazo entre as variáveis.

Usualmente, antes de estimar o modelo de correção de erros (VECM) é adotado critério de escolha do número de defasagens para ser considerado no modelo. Nesse sentido, foi estimado um modelo VAR onde utilizaram-se testes de determinação do número de lag. Dentre os critérios estão o de Akaike (AIC), Schwarz (SC) e Hannan-Quinn (HQ). De acordo com os resultados exposto na Tabela 5, nos testes de SC e HQ foi apontada uma defasagem, ao passo que no teste AIC foram apontados 8. Após testar as duas opções de defasagens apontadas pelo teste no modelo VEC, verificou-se que os resultados do modelo com uma defasagem (critério de SC e HQ) apresentam resultados mais significativos comparado com o modelo de oito defasagens. Desse modo, foi adotada uma defasagem na estimação do modelo.

Tabela 4- Definição do Número de Defasagens

Defasagens	AIC	SC	HQ
0	32.84979	33.05892	32.93477
1	20.54959	21.28155*	20.84703*
2	20.35327	21.60806	20.86317
3	20.13037	21.90799	20.85273
4	20.00861	22.30906	20.94343
5	19.83683	22.66011	20.98411
6	19.65702	23.00313	21.01677
7	19.53599	23.40493	21.1082
8	19.29771*	23.68948	21.08238

Fonte: Dados da Pesquisa

Para examinar os resultados dos modelos VEC foram realizados testes para verificar a robustez nos resíduos do modelo, como o teste de correlação serial LM e o de *Portmanteau* o teste *Breusch-Pagan-Godfrey* para verificar a heterocedasticidade dos resíduos. Cabe destacar que para estimar o modelo VEC e os testes foi utilizado o software *Eviews 7 e 9*.

Antes de expor os resultados dos três modelos econométricos é preciso salientar que, a escolha das variáveis em cada modelo foi fundamentada no método geral para o específico²². Nesse método, a significância estatística serve de base para a exclusão ou permanência das séries nos modelos. Assim sendo, se estabeleceu um nível de significância (5%) para as variáveis, que foram excluídas uma a uma à medida que não satisfizessem este critério. Auxiliado pela estatística de Schwarz, o processo de exclusão das séries se estendeu até o ponto em que o critério de Schwarz parou de se reduzir.

Através desse método, todas as variáveis listadas no Quadro 1 foram testadas para os três métodos de estimação, contudo, apenas as séries que apresentaram significância estatística estão expostas nos resultados.

5.3.2 VEC

Defronte ao resultado do teste de cointegração de Johansen, que apontou dois vetores de cointegração, faz-se necessária a utilização de um modelo VECM, ao invés do VAR, em virtude que o modelo corrige os desvios de equilíbrio, no entanto, preserva a relação entre as variáveis ao longo do tempo, o que permite verificar averiguar relações de curto prazo entre as variáveis (ENGLE e GRANGER, 1987).

Cabe ressaltar, que neste trabalho as variáveis estacionárias em nível (entrada de IDE, juro e recursos naturais) foram adicionadas como exógenas, enquanto que as demais series foram inseridas como endógenas. Assim, dado o critério de defasagem do Schwarz e os resultados do teste de cointegração foi adotada uma defasagem e dois vetores de cointegração para a estimação do modelo.

A Tabela 5 descreve os parâmetros de longo prazo estimados do VECM. Vale ressaltar que está entre parênteses o erro padrão e entre colchetes esta o valor da estatística t.

Tabela 6 - Estimação de longo prazo dos Vetores de Co-integração

Equações de cointegração	Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t
CointEq1: SAÍDA_IDE (-1)	IND_PIB_IMF(-1)	.044808*	-0.01289	[-3.47488]
	SALDO_COR(-1)	0.466986*	-0.06125	[-7.62456]
	ABERT (-1)	-0.015973**	-0.00583	[2.73860]
CointEq1: COMPLEX (-1)	IND_PIB_IMF(-1)	0.035491*	-0.0111	[-3.19739]
	SALDO_COR(-1)	0.453045*	-0.05272	[-8.59307]
	ABERT (-1)	-0.028207*	-0.00502	[5.61822]

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota:(*) , (**) e (***) indica que os coeficientes são significativos estatisticamente a um nível de significância de 1% , 5% e 10% , respectivamente.

Além do mais, as estimações de curto prazo estão expostas na Tabela 6.

²² Para mais informações Hendry (2001).

Tabela 5- Resultados da estimação de curto prazo do modelo VEC

Variável dependente: D(SAIDA_IDE)- 1997 a 2014

Correção do erro	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t
cointeq 1 (SAIDA_IDE(-1))	-0.923848*	-0.10545	[-8.76068]
cointeq 2 (COMPLEX(-1))	0.941715*	-0.13562	[6.94390]
D(SAIDA_IDE(-1))	-0.203305**	-0.06257	[-3.24938]
D(COMPLEX(-1))	-2.004639**	-0.95802	[-2.09248]
D(IND_PIB_IMF(-1))	-0.07745***	-0.0472	[-1.64090]
D(SALDO_COR(-1))	-0.072556***	-0.03973	[-1.82642]
C	-1.232506*	-0.34484	[-3.57418]
ENTRADA_IDE(-1)	0.302808*	-0.04694	[6.45097]
REC_NAT(-1)	0.065968**	-0.02983	[2.21178]
R2	0.523003	T. de Correl Serial LM:	64.92191 (0.000)
R2 Ajustado	0.501856	T. Hetero Breusch- Pagan-Godfrey:	Chi-sq: 1718.415 (0.000)
Estatística F	24.73106	T. de normalidade Jarque-Bera:	1802.55(0.000)

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota:(*) , (**) e (***) indica que os coeficientes são significativos estatisticamente a um nível de significância de 1% , 5% e 10% , respectivamente.

5.3.3 Modelo FMOLS

Para além dos resultados do modelo VEC, foi estimado um modelo FMOLS (*fully Modified OLS*) proposto por Philips e Hansen (1990), onde se buscou obter uma resposta de longo prazo para os determinantes da saída de IDE, no objetivo de eliminar os problemas oriundos da correlação de longo prazo entre a inovação estocástica dos regressores e o resíduo da equação de cointegração.

Dessa maneira, os resultados da estimação dos coeficientes de longo prazo do modelo FMOLS estão expostos na Tabela 7. Cabe ressaltar que, para a estimação, foram consideradas as estimativas de covariância de longo prazo de Bartlett kernel e Newey-West fixado. Ademais, foram tomadas variáveis com ordem de integração distintas.

Tabela 6- Resultado das estimações do modelo FMOLS

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
ENTRADA_IDE	0.455407*	0.039949	11.39967	0.0000
IND_PIB_IMF	0.008241**	0.003726	2.211728	0.0281
SALDO_COR	0.095023*	0.02942	3.229921	0.0014
COMPLEX	0.784809*	0.250568	3.132125	0.002
IND_CAMBIO	-0.007776*	0.00277	-2.807335	0.0055
JURO	-0.01667***	0.009083	-1.835255	0.068
R2	0.774499	Teste Autocorrelação:	Q-stat: 5.1456	0.023
R2 ajustado	0.766527			

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota:(*) , (**) e (***) indica que os coeficientes são significativos estatisticamente a um nível de significância de 1% , 5% e 10% , respectivamente

5.3.4 Modelo de Efeitos fixos

Para além, foi estimado um modelo em Painel com Efeitos fixos, baseados nas indicações do teste de Hausmann, que rejeitou a hipótese nula de que não há correlação entre os regressões e o termo de erro. Os Efeitos fixos tem como intuito controlar os efeitos das variáveis omitidas que variam para cada país e permanecem constantes ao longo do tempo. Dessa forma, se assume que o intercepto varia para cada individuo, porém se mantém constante ao longo do tempo. Todavia os parâmetros resposta são constantes para todos os indivíduos e permanece constante longo do tempo. Para além o modelo de Efeitos fixos supõe que o intercepto é um parâmetro desconhecido e fixo que captura diferenças entre os países da amostra.

O método de dados em painel faz uma associação entre dados de corte transversal e de séries temporais, de modo que se mostra adequado, pois permite a análise dos dados respeitando a heterogeneidade presente em cada país analisado . Esta última característica se faz importante, tendo em vista que cada país tem determinantes particulares para a saída de IDE. Abaixo, na Tabela 8, estão expostos os resultados do Painel:

Tabela 7- Resultados da estimação do modelo de Efeitos fixos

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
C	0.082841	0.723877	0.114441	0.909
ENTRADA_IDE	0.478519*	0.105277	4.545321	0.000
IND_PIB_IMF	0.019035*	0.004414	4.312052	0.000
COMPLEX	0.684058***	0.406867	1.681281	0.0942
ABERT	-0.016914*	0.007089	-2.386045	0.0179
JURO	-0.009541***	0.005252	-1.816776	0.0707
DUMMY0809	0.683513*	0.211603	3.230158	0.0014
R2	0.819214	Breusch-Pagan LM	137.1243	0.000
R2 ajustado	0.802458	Pesaran scaled LM	5.146113	0.000

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota:(*) , (**) e (***) indica que os coeficientes são significativos estatisticamente a um nível de significância de 1% , 5% e 10% , respectivamente.

Considerando os resultados supracitados, será realizada uma análise comparativa entre os resultados os três métodos econométricos para cada variável.

5.4 Discussão dos resultados

No intuito facilitar a comparação dos resultados a Tabela 10 expõe o resumo das estimações do modelo VEC de longo prazo (Tabela 6) e de curto prazo (Tabela 7); além do modelo FMOLS (Tabela 8) e modelo de Efeitos fixos (Tabela 9). À propósito cabem algumas ressalvas. Na

Tabela 8- Resumo dos resultados

Variável	FMOLS		Efeitos fixos		VEC Curto prazo		VEC Longo prazo	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Estatística t	Coef.	Estatística t
JURO	-0.01667***	0.068	-0.009541***	0.0707	-	-	-	-
ENTRADA_IDE	0.455407*	0.000	0.478519*	0.000	0.302808*	[6.45097]	-	-
REC_NAT	-	-	-	-	0.065968**	[2.21178]	-	-
IND_PIB_IMF	0.008241**	0.0281	0.019035*	0.000	-0.07745***	[-1.64090]	0.044808*	[-3.47488]
SALDO_COR	0.095023*	0.0014	-	-	-0.072556***	[-1.82642]	0.466986*	[-7.62456]
COMPLEX	0.784809*	0.002	0.684058***	0.0942	-2.004639**	[-2.09248]	-	-
ABERT	-	-	-0.016914**	0.0179	-	-	-0.015973**	[2.73860]
IND_CAMBIO	-0.007776*	0.0055	-	-	-	-	-	-
DUMMY08	-	-	0.683513*	0.0014	-	-	-	-
SAIDA_IDE	-	-	-	-	-0.203305**	[-3.24938]	-	-

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: (*), (**) e (***) indica que os coeficientes são significativos estatisticamente a um nível de significância de 1% , 5% e 10% , respectivamente.

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 10, é possível afirmar que a taxa de juros real mostrou-se estatisticamente significativa a um nível de 10% nos modelos de Efeitos fixos e FMOLS. Nesse aspecto, a relação negativa entre a taxa de juros real e saída de IDE leva a crer que o aumento de 1% nos juros reflete na diminuição de 0,01 e 0,009 pontos percentuais na saída de IDE em proporção de PIB para o modelo FMOLS e Efeitos fixos, respectivamente. Assim, pode-se que supor as maiores taxas de juros elevam o preço do capital e isso, por conseguinte, desestimula o investimento a nível nacional e internacional. Circunstância esta que pode influenciar negativamente o fluxo de saída de investimento.

Para mais, os resultados referentes à entrada de IDE chamam a atenção, pois a variável mostrou-se positivamente correlacionada com a saída de IDE nos três modelos estimados. Nesses termos, o aumento de 1% na entrada de IDE induz a elevação de 0,4 pontos percentuais na saída de IDE em proporção de PIB para o modelo de Efeitos fixos e FMOLS. Da mesma maneira, nas estimações de curto prazo do modelo VEC a entrada de IDE defasada, eleva em 0,3 pontos percentuais a saída de IDE em proporção de PIB. A relação era esperada, a julgar pelo fato de que os fatores macroeconômicos que influenciam a saída de IDE também influenciam a entrada de IDE, desse modo, esperava-se que ambas as séries seguissem tendências análogas.

A variável 'Recursos naturais'- que corresponde às rendas totais advindas de recursos naturais em proporção de PIB-, por sua vez, apresentou significância estatística apenas nas estimações de curto prazo do modelo VEC. De forma similar, o índice do câmbio mostrou-se significativo apenas no modelo FMOLS. Assim, tendo em vista que ambas as variáveis não apresentaram relevância nos outros modelos, acredita-se que estes resultados possam ter pouca robustez.

Ademais, é preciso chamar atenção para a relação positiva entre a velocidade do crescimento do PIB e a saída de IDE, à vista de que o índice do PIB mostrou-se estatisticamente significativa e positivamente relacionado com a saída de IDE na estimação dos três modelos. Nesses termos, o aumento de uma unidade no índice do PIB, induz a elevação de 0,008; 0,01 e 0,04 na saída de IDE em proporção de PIB para o modelo FMOLS, Efeitos fixos e Estimação do VEC de longo prazo. Assim, pode-se supor que as fases de crescimento econômico indicam aceleração da atividade econômica e em geral baixa taxas de juros, esta redução do custo do capital pode elevar a capacidade de investimento por parte das empresas domésticas, inspirando-as à internacionalização.

Á propósito, é possível argumentar que o ritmo acelerado de crescimento induz a expansão da demanda agregada, o que pode favorecer ao longo do tempo que a firma aumente suas taxas de lucro, ganhe *market share* e expanda suas dimensões, até que o mercado interno ofereça limites e no longo prazo a firma se internacionalize.

No que se refere ao saldo em transações correntes, aos resultados apontaram para uma relação positiva com a saída de IDE. Assim sendo, o aumento de um ponto percentual de saldo corrente induz a elevação de 0,46 e 0,09 pontos percentuais as saída de IDE em proporção de PIB para nas estimações de longo prazo do modelo VEC e no modelo FMOLS, respectivamente. Dessa forma, presumi-se que a elevação do saldo em transações correntes sinaliza maior estabilidade econômica aos investidores, nesta conjuntura o país apresenta menor dependência de recursos externo. E em caso de saldos superavitários, o país pode se tornar um ‘exportador de poupança externa’. Isto é, dado que o investimento direto externo é uma forma de financiar projetos internacionais, é pertinente que haja uma relação positiva entre saldo em transações corrente e saída de investimento direto externo.

Entretanto, cabem algumas ressalvas. Nas estimações de curto prazo do modelo VEC, indicadores como o saldo em transações correntes e índice o PIB apresentaram relações contrárias às estimações de longo prazo do modelo VEC. Isto é, a partir do aumento de uma unidade no índice do PIB e um ponto percentual do saldo corrente, a saída de IDE se reduz em 0,07 em ambos os casos. O resultado pode supor que, o maior ritmo de crescimento econômico e maior estabilidade econômica - sinalizados pelo índice do PIB e o saldo em transações correntes, respectivamente- podem não ser oferecer, a curto prazo, as condições necessárias para o desenvolvimento das vantagens competitivas suficientes para cobrir os custos da internacionalização das empresas nacionais. Entretanto, trata-se de um ajuste de curto prazo, que é revertido ao longo do tempo, tornando a relação entre saída de IDE com, o índice de PIB e o saldo corrente positivas no longo prazo – como afirmam os resultados do modelo VEC.

Além disso, os resultados dos modelos estáticos: FMOLS e Efeitos fixos apontaram para a relação positiva entre o índice de complexidade econômica e saída de IDE. Assim sendo, pode-se presumir que, o conjunto mais amplo de capacidades/habilidades -traduzido pelo índice de complexidade econômica- amplia a gama de combinações produtivas. Fato que pode elevar a produtividade e a potencial inovativo das empresas, além da redução dos custos de produção, dada coesão de ativos estratégicos compartilhando da mesma localização. Esse conjunto de vantagens pode elevar as margens de lucro e favorecer o desenvolvimento de vantagens competitivas das empresas, o que pode elevar as possibilidades internacionalização.

Contudo, as estimações de curto prazo do modelo VEC apontam que o índice de complexidade econômica tem relação negativa com a saída de IDE. É possível que esta relação negativa entre saída de IDE e o índice se deva em razão de que, no curto prazo, a maior complexidade econômica não seja suficiente para que as firmas desenvolvam o poder de monopólio necessário para a internacionalização a ponto de compensar os custos da internacionalização. Circunstância que é revertida no longo prazo de acordo com as estimações de modelo VEC de longo prazo.

A propósito, foi adicionada uma variável *dummy* (DUMMY08) no intuito de suavizar os efeitos da crise mundial de 2008. Contudo, a variável apresentou significância estatística somente no ao modelo de Efeitos fixos.

Por sua vez, os coeficientes relacionados à saída de IDE indicam que o aumento de um ponto percentual da saída de IDE defasada induz a queda de 0,20 pontos percentuais na saída de ide contemporânea. Fator que demonstra comportamento semelhante à hipótese de ‘sobre – reação’ de DeBondt e Thaler (1985 e 1987) em um estudo sobre mercado financeiro. Os autores apontam que o mercado tende a sobre- reagir tanto para notícias boas, quanto más notícias. Desse modo, quando o comportamento do mercado apresenta um bom (ou mau) desempenho em um determinado período - denominado período de formação da carteira - a tendência é revertida no período seguinte - denominado período de teste das carteiras - e apresentar um mau (ou bom) desempenho. Isto em termos de saída de IDE pode indicar que ao rever suas decisões, os investidores tendem a superestimar informações recentes, que desestimulam o investimento externo e subestimar informações anteriores, de uma possível expansão dos lucros das empresas ou do volume de IDE. Esta hipótese se traduz num maior nível de saída de IDE no período passado e um menor nível de investimento no período contemporâneo, possivelmente causado por um pessimismo em excesso.

Para mais, o maior grau de abertura proporciona redução dos níveis de saída de IDE. É o que apontam os resultados do modelo de Efeitos fixos e as estimações de curto prazo do modelo VEC. Desse modo, o aumento de um ponto percentual no nível de comércio externos e traduz na redução de

0,01 pontos percentuais na saída de IDE em proporção de PIB. A relação negativa entre as variáveis se mostra num primeiro momento contraditória, em virtude o maior grau de abertura oferece maior fluidez aos fluxos de investimento, que tendem a se expandir quando menores forem as tarifas e barreiras aduaneiras. Entretanto, não podemos desconsiderar que a menor quantidade de barreira à entrada de empresas estrangeiras no país torna o ambiente mais competitivo e pode inibir o desenvolvimento das empresas domésticas. Fato que pode reduzir a saída de IDE, visto que empresas nacionais de maior porte, em geral, desenvolvem maior poder de monopólio e, por conseguinte, aumentam capacidade da internacionalização.

Outra hipótese pode estar atrelada ao fato de que as exportações estão entre as três formas básicas de internacionalização, as quais incluem licenciamento e IDE. Nesse tocante, é possível que as firmas podem tenham maior preferência por entrar em contato com o mercado externo de forma menos custosa e arriscada, utilizando-se de exportações diretas ou indiretas. Ainda que esta modalidade de internacionalização ofereça limitações quanto à estratégia de vendas da firma- em vista de outras formas de inserção externa-, as exportações se apresentam opção mais acessível de internacionalização. Portanto, há possibilidade da saída de investimento direto se reduzir em virtude da elevação das exportações- isto é, do saldo comercial.

Em suma, de acordo com os resultados supracitados, a saída de IDE é positivamente correlacionada com a entrada de IDE, o índice do PIB, o saldo corrente e o índice de complexidade econômica. Acredita-se que a incremento destes três indicadores favorece o desenvolvimento de vantagens competitivas para a internacionalização das empresas. Acrescenta-se que a saída de IDE defasada impacta negativamente na saída de ide contemporânea num processo que se assemelha a à hipótese de 'sobre – reação' de DeBondt e Thaler (1985 e 1987).

Concebendo que as variáveis elencadas no modelo referem-se ao país de origem do investimento, assume-se que os quatro motivos para a internacionalização proposto por Dunning sejam expressos por resultados com os sinais negativos. *Grosso modo*, dada à elevação de determinada variável que induza a redução- sinal negativo- da saída de IDE, podemos supor que a firma busque por tal característica e no momento em que ela se eleva nas fronteiras próprio país, o investimento permaneça em âmbito doméstico e a saída de investimento se reduz. Isto é, se torna mais atrativo investir dentro das fronteiras nacionais, em função de que é possível usufruir de determinada característica/capacidade e evitar os custos e riscos da internacionalização.

Isso posto, ressalta-se que os coeficientes negativos expressos na estimação de curto prazo do modelo VEC, a princípio, não serão classificadas de acordo com os motivos da internacionalização de Dunning, por se tratarem das relações de ajuste de curto prazo, que ao longo do tempo convergem para o longo prazo.

Isto esclarecido, tomamos as variáveis taxa de juros real e abertura econômicas, representadas pela relação negativa com a saída de IDE, como 'Busca por mercado'. Argumenta-se o volume dos fluxos de comércio internacional, além dos graus de liberdade econômica estão atrelados a acordos bilaterais ou regionais, fundamentais para o estabelecimento de estratégias de investimento. Por esse ângulo, o motivo "Busca por mercado" em nações emergentes é reforçado pela relação negativa entre saída de IDE e a taxa de juros, tomando-a numa perspectiva microeconômica, argumenta-se que os níveis de taxa de juros influenciam diretamente no curto do capital, e, conseqüentemente, na capacidade de investimento e a dimensão do mercado passível de exploração.

Em síntese, de acordo com o supracitado, entre os determinantes do IDE dos emergentes estão à entrada de IDE, o índice do PIB, o saldo corrente e o índice de complexidade econômica. Do mesmo modo, os resultados permitem afirmar que a estratégia predominante para o investimento dos emergentes a nível mundial tem sido a busca por mercado. A conclusão é análoga a de outros estudos sobre IDE de nações emergentes, tais quais Kim e Rhe (2009), Kolstad e Wiig (2012), Kalotay e Sulstarova (2010), Cheung e Quian (2009). Todavia, cabe apontar que na amostra selecionada por este trabalho, a busca por mercado é particularmente influenciada por indicadores como taxa de juros e abertura econômica.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir da análise descritiva dos rearranjos do investimento direto foi possível notar que mudanças determinantes nas tendências do IDE vem se delineando desde a década de 80. Da ascensão de fusões e aquisições em detrimento dos projetos *Greenfield*, até o aumento da participação do setor de serviços na composição do IDE. Nesta conjuntura, os fluxos de IDE eram marcados por tendências concentradoras, em particular, nos países da tríade - Estados Unidos, Japão e Europa. Embora o fato da estrutura concentradora permanecer, a mesma passou por uma reestruturação, onde o Japão ganhou mais relevância e ultrapassou o até então líder Estados Unidos, assumindo o posto de principal investidor mundial da década. A reestruturação também se estendeu entre os países receptores, a considerar pela emergência de países do sudeste e Leste asiático na posição de principais nações hospedeiras do IDE, que por sinal ultrapassaram a América Latina. Por sua vez, a escalada asiática no âmbito do IDE se estendeu por outras décadas, e não foi por menos. O êxito se justifica por seus projetos industriais, altas taxas de crescimento, estabilidade das variáveis macroeconômicas - em especial indicadores de solvência das contas públicas- entre outros.

Mais adiante, marcada pelas inovações na esfera financeira, a década de 90 trouxe uma série mudanças institucionais no intuito de promover políticas de desregulamentação. Nesse sentido, a desnormatização e a maior conexão entre os mercados fez com que crescesse as possibilidades de deslocamento produtivo a nível transnacional. Esta nova conjuntura, por conseguinte, corroborou para o *boom* nos fluxos de investimento e estimulou a desconcentração do investimento a favor das nações emergentes. Nessa conjuntura, contudo, uma tendência da década anterior foi aprofundada. Mais uma vez a Ásia tomou mais espaço na dinâmica do investimento internacional aprimorando suas bases industriais e estabelecendo um modelo de desenvolvimento fortemente voltado para o comércio/investimento externo.

Embora o ritmo de crescimento global e de IDE tenha se desacelerado no início dos anos 2000, houve um novo ciclo de expansão em meados da década. Contudo, novamente, nota-se que as tendências do investimento direto traçadas em 80 se acentuaram desde então. A julgar pela intensificação do IDE no setor de serviços, bem como a maior preferência pelo investimento através de fusões e aquisições. Nesse clima, o IDE passou a experimentar de uma dispersão geográfica inédita, que posicionou nações emergentes como *players* do investimento global. As implicações desse processo conduziram as nações emergentes a representar 39% do volume total de investimento da saída de IDE mundial. Não obstante, este cenário situou o grupo asiático como maior grupo de investimento do mundo em 2014.

Dada à relevância desta tendência desconcentradora, e, por conseguinte, pelo posto que as nações emergentes alcançaram no circuito de investimento global, buscou-se examinar os determinantes do investimento nesses países através de três modelos econométricos –VEC, FMOLS e Efeitos fixos . De acordo com os resultados, conclui-se que há relações negativas entre abertura econômica, taxa de juros real e saída de IDE,- apontadas pelo modelo de Efeitos fixos, FMOLS e VEC. De modo que, *sob a luz* do Paradigma eclético de Dunning, o resultado indica que a saída de IDE de nações emergentes tem como principal motivação a 'Busca por mercado'.

Não obstante, o estudo empírico apontou para a relação positiva entre a saída de IDE e a entrada de IDE, o índice do PIB, o saldo corrente e o índice de complexidade econômica. Acredita-se que a elevação desses indicadores favorecem o desenvolvimento de vantagens competitivas para a internacionalização das empresas. Acrescenta-se que a saída de IDE defasada impacta negativamente na saída de ide contemporânea num processo que se assemelha à hipótese de 'sobre - reação'

Defronte aos resultados é possível afirmar que a estratégia predominante para o investimento dos emergentes a nível mundial tem sido a busca por mercado. Para mais, o saída de IDE é influenciada positivamente pelo índice do PIB, saldo em transações correntes e índice de complexidade econômica.

Para futuros trabalhos sobre o tema, sugere-se que, num menor recorte, se examine os países de destino do IDE das nações emergentes - em especial o IDE dos emergentes destinados ao Leste asiático- de modo que se examine o nível de desenvolvimento, estrutura produtiva e características gerais que possam acrescentar na análise dos determinantes dos determinantes do IDE. Ainda, cabe a utilização de uma amostra com um número maior de países emergentes, a fim de realizar uma análise mais ampla dos fluxos de IDE.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AIZENMAN, J.; MARION, N. The merits of horizontal versus vertical FDI in the presence of uncertainty. **Journal of International economics**, v. 62, n. 1, p. 125-148, 2004.
- AKAMATSU, K. A theory of unbalanced growth in the world economy. **Weltwirtschaftliches Archiv**, p. 196-217, 1961.
- ALFARO, L.; KALEMLI-OZCAN, S.; VOLOSOVYCH, V. Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions”, National Bureau of Economic Research Working Paper 11696, October. 2005.
- ALFARO, L.; KALEMLI-OZCAN, S.; VOLOSOVYCH, Vadym. Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? *The Review of Economics and Statistics*, 2005. MIT Press, vol. 90
- AMAL, M. et al. Determinantes do investimento direto externo (IDE) na América Latina: uma perspectiva institucional. **Revista economia**, v. 8, n. 2, p. 231-247, 2007.
- AMAL, M. OS DETERMINANTES DO INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO NO BRASIL. 2000. 118 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2000.
- ANWAR, A. Iqbal; HASSE, Rolf; RABBI, Fazli. Location Determinants of Indian Outward Foreign Direct Investment: How Multinationals Choose their Investment Destinations?. 2008.
- BUCKLEY, P. **The multinational enterprise and the emergence of the global factory**. Springer, 2014.
- BUCKLEY, P.; CASSON, M. **The future of the multinational enterprise** . London: Macmillan, 1976
- BUCKLEY, P. J. et al. The determinants of Chinese outward foreign direct investment. **Journal of international business studies**, v. 38, n. 4, p. 499-518, 2007.
- CARR, D. L.; MARKUSEN, J. R.; MASKUS, K. E. Estimating the knowledge-capital model of the multinational enterprise. **The American Economic Review**, v. 91, n. 3, p. 693-708, 2001.
- CAVES, D. W.; CHRISTENSEN, L. R.; DIEWERT, W. E. The economic theory of index numbers and the measurement of input, output, and productivity. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, p. 1393-1414, 1982.
- CAVES, R. E. International corporations: The industrial economics of foreign investment. **Economica**, v. 38, n. 149, p. 1-27, 1971.
- CHANG, S. The determinants and motivations of China's outward foreign direct investment: A spatial gravity model approach. **Global Economic Review**, v. 43, n. 3, p. 244-268, 2014.
- CHATRCHYAN, S. et al. Measurement of the properties of a Higgs boson in the four-lepton final state. **Physical Review D**, v. 89, n. 9, p. 092007, 2014.
- CHEUNG, Y.; QIAN, X. Empirics of China's outward direct investment. **Pacific Economic Review**, v. 14, n. 3, p. 312-341, 2009.
- CHEUNG, Y. et al. China's outward direct investment in Africa. **Review of International Economics**, v. 20, n. 2, p. 201-220, 2012.
- COASE, R. H. The nature of the firm. **economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937..
- _____. The problem of social cost. **Journal of law and economics**, v. 3, n. 1, 1960.

- COUTINHO, L. A terceira revolução industrial e tecnológica. As grandes tendências das mudanças. **Economia e sociedade**, v. 1, n. 1, p. 69-87, 1992.
- CURADO, M. L.; CRUZ, M. JV. Investimento Direto Externo no Brasil: uma análise para o período de alta inflação. **Revista Economia e Sociedade, Campinas**, v. 21, n. 2, 2012.
- DANIELE, V.; MARANI, U. **Do institutions matter for FDI? A comparative analysis for the MENA countries**. 2006.
- DICKEY, D. A.; FULLER, W. A. Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. **Journal of the American statistical association**, v. 74, n. 366a, p. 427-431, 1979.
- DE BEULE, F.; DUANMU, J. Locational determinants of internationalization: A firm-level analysis of Chinese and Indian acquisitions. **European Management Journal**, v. 30, n. 3, p. 264-277, 2012.
- DE MEDEIROS, C. A. **Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e América Latina**. 1997.
- DIB, L. A. O processo de internacionalização de pequenas e médias empresas e o fenômeno Born global: estudo do setor de software no Brasil. **Universidade Federal do Rio de Janeiro**, 2008.
- DUNNING, J. H. Internationalizing Porter's diamond. **MIR: Management International Review**, p. 7-15, 1993.
- _____. The eclectic (OLI) paradigm of international production: past, present and future. **International journal of the economics of business**, v. 8, n. 2, p. 173-190, 2001.
- _____. **Towards an eclectic theory of international production: some empirical tests**. 1980.
- _____. The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity. **International business review**, v. 9, n. 2, p. 163-190, 2000.
- _____. The eclectic paradigm of international production: A restatement and some possible extensions. **Journal of international business studies**, p. 1-31, 1988.
- _____. **International investment: selected readings**. Penguin, 1972
- DUNNING, J. H.; LUNDAN, S. M. **Multinational enterprises and the global economy**. Edward Elgar Publishing, 2008.
- ENGLE, R. F.; GRANGER, C. WJ. Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing. **Econometrica: journal of the Econometric Society**, p. 251-276, 1987.
- FRITSCH, W.; FRANCO, G. O investimento direto estrangeiro em uma nova estratégia industrial. **Revista de Economia Política**, v. 9, n. 2, p. 5-25, 1989.
- GOH, S. K. et al. **Malaysia's Outward FDI: The Effects of Host Market Size and Home Government Policy**. Monash University, Department of Economics, 2010.
- GONÇALVES, R.. A economia política do investimento externo direto no Brasil. **Vinte anos de política econômica. Rio de Janeiro: Contraponto**, p. 235-258, 1999.
- GUJARATI, D. N. **Basic econometrics**. Tata McGraw-Hill Education, 2009.
- HAMEL, G; PRAHALAD, C. K. Corporate imagination and expeditionary marketing. **Harvard business review**, v. 69, n. 4, p. 81-92, 1990.
- HENDRY, D. F. Achievements and challenges in econometric methodology. **Journal of Econometrics**, v. 100, n. 1, p. 7-10, 2001.
- HSIAO, C. **Analysis of panel data**. Cambridge university press, 2014.

- HURST, L. Comparative Analysis of the Determinants of China's State-owned Outward Direct Investment in OECD and Non-OECD Countries. **China & World Economy**, v. 19, n. 4, p. 74-91, 2011.
- HYMER, S. The efficiency (contradictions) of multinational corporations. **The American Economic Review**, v. 60, n. 2, p. 441-448, 1970.
- IM, K. So; PESARAN, M. H.; SHIN, Yongcheol. Testing for unit roots in heterogeneous panels. **Journal of econometrics**, v. 115, n. 1, p. 53-74, 2003.
- IMF (International Monetary Fund) 1998, Balance of Payments Manual 6th Edition, Washington DC.
- JOHANSEN, S. Statistical analysis of cointegration vectors. **Journal of economic dynamics and control**, v. 12, n. 2-3, p. 231-254, 1988.
- KALOTAY, K.; SULSTAROVA, A. Modelling Russian outward FDI. **Journal of International Management**, v. 16, n. 2, p. 131-142, 2010.
- KANG, Y.; JIANG, F.. FDI location choice of Chinese multinationals in East and Southeast Asia: Traditional economic factors and institutional perspective. **Journal of World Business**, v. 47, n. 1, p. 45-53, 2012.
- KIM, J.; RHEE, D. K.. Trends and determinants of Korean outward FDI. **The Copenhagen Journal of Asian Studies**, v. 27, n. 1, p. 126-154, 2009.
- KINOSHITA, Y.; CAMPOS, N. F. Why does FDI go where it goes? New evidence from the transition economies. 2003.
- KOLSTAD, I.; WIIG, A. What determines Chinese outward FDI?. **Journal of World Business**, v. 47, n. 1, p. 26-34, 2012.
- LACERDA, A. C.; OLIVEIRA, A. Influxos de investimento direto estrangeiro (IDE) no Brasil: uma análise da desnacionalização da estrutura produtiva nos anos 2000. **VII Ciclo de Debates em Economia Industrial, Trabalho e Tecnologia-EITT**, 2009.
- LEE, G. et al. Long run equilibrium relationship between inward FDI and productivity. **Journal of Economic Development**, v. 32, n. 2, p. 183, 2007.
- LEVIN, A; LIN, C.; CHU, C.. Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. **Journal of econometrics**, v. 108, n. 1, p. 1-24, 2002.
- LIU, X.; BUCK, Trevor; SHU, Chang. Chinese economic development, the next stage: outward FDI?. **International Business Review**, v. 14, n. 1, p. 97-115, 2005.
- LUCAS, R. E. Why doesn't capital flow from rich to poor countries?. **The American Economic Review**, v. 80, n. 2, p. 92-96, 1990.
- MISHRA, A.; DALY, K. Effect of quality of institutions on outward foreign direct investment. **The Journal of International Trade & Economic Development**, v. 16, n. 2, p. 231-244, 2007.
- MTIGWE, B. Theoretical milestones in international business: The journey to international entrepreneurship theory. **Journal of international entrepreneurship**, v. 4, n. 1, p. 5-25, 2006.
- MUNDELL, R. A. The monetary dynamics of international adjustment under fixed and flexible exchange rates. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 74, n. 2, p. 227-257, 1960.
- NAYAK, Dinkar; CHOUDHURY, Rahul N. **A selective review of foreign direct investment theories**. ARTNeT Working Paper Series, 2014.
- OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development) 1996, Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, 3rd Edition, Paris.

PEDRONI, P. et al. Critical values for cointegration tests in heterogeneous panels with multiple regressors. **Oxford Bulletin of Economics and statistics**, v. 61, n. s 1, p. 653-670, 1999.

_____, P. Panel cointegration: asymptotic and finite sample properties of pooled time series tests with an application to the PPP hypothesis. **Econometric theory**, v. 20, n. 03, p. 597-625, 2004.

PEREIRA DE CARVALHO, F.; DUYSTERS, G.; COSTA, I. Drivers of Brazilian foreign investments—technology seeking and technology exploiting as determinants of emerging FDI. 2010.

PERRON, P. Testing for a unit root in a time series with a changing mean. **Journal of Business & Economic Statistics**, v. 8, n. 2, p. 153-162, 1990.

PESARAN, H. H.; SHIN, Y. Generalized impulse response analysis in linear multivariate models. **Economics letters**, v. 58, n. 1, p. 17-29, 1998.

PHILLIPS, P. CB; HANSEN, Bruce E. Statistical inference in instrumental variables regression with I (1) processes. **The Review of Economic Studies**, v. 57, n. 1, p. 99-125, 1990.

PORTER, M. E. The competitive advantage of nations. **Harvard business review**, v. 68, n. 2, p. 73-93, 1990.

QUER, D; CLAVER, E; RIENDA, L. Doing business in China and performance: a review of evidence. **Chinese Management Studies**, v. 4, n. 1, p. 37-56, 2010.

RAMASAMY, B.; YEUNG, M.; LAFORET, S. China's outward foreign direct investment: Location choice and firm ownership. **Journal of world business**, v. 47, n. 1, p. 17-25, 2012.

RAMIREZ, M. D. Are foreign and public capital productive in the Mexican case? A panel unit root and panel cointegration analysis. **Eastern Economic Journal**, v. 36, n. 1, p. 70-87, 2010.

RUGMAN, A. M. New Theories Of The Multinational Enterprise: An Assessment Of Internalization Theory. **Bulletin of economic research**, v. 38, n. 2, p. 101-118, 1986.

SARACINI, T. et al. Empresas transnacionais e investimento direto estrangeiro: um survey das principais abordagens. **CMDE/UFPR**, 2006.

SILVA, J. R. O investimento directo estrangeiro. **A economia portuguesa**, v. 20, p. 491-518, 2006.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (Unctad). **World Investment Report 1995: Transnational Corporations and Competitiveness**. New York/Geneva: United Nations, 1995.

_____. **World Investment Report 1999: Foreign Direct Investment and The Challenge of Development**. New York/Geneva: United Nations, 1999.

_____. **World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development**. New York/Geneva: United Nations, 2000.

_____. **World Investment Report 2003: FDI Policies for Development: National and international Perspectives**. New York/Geneva: United Nations, 2003.

_____. **World Investment Report 2005: Transnational Corporations and Internationalization of R&D**. United Nations, New York/Geneva: United Nations, 2005.

_____. **World Investment Report 2006: FDI from developing and transition economies: implications for development**. UN, 2006.

_____. **World Investment Report 2015: Reforming International Investment Governance**. UN, 2015.

VERNON, R. International investment and international trade in the product cycle. **The quarterly journal of economics**, p. 190-207, 1966.

_____. Sovereignty at bay: The multinational spread of US enterprises. **Thunderbird International Business Review**, v. 13, n. 4, p. 1-3, 1971.

WANG, Z. **Os determinantes de investimentos chineses e brasileiros no exterior**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

WHEELER, D.; MODY, A. International investment location decisions: The case of US firms. **Journal of international economics**, v. 33, n. 1-2, p. 57-76, 1992.

WOOLRIDGE, J. M. *Introductory econometrics: A modern approach*. Thomson, Mason, 2003.

ZHANG, X. ; DALY, K. The determinants of China's outward foreign direct investment. **Emerging Markets Review**, v. 12, n. 4, p. 389-398, 2011.