

Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC  
Centro Sócio-Econômico  
Departamento de Ciências Econômicas

LUIZA PIRES DE OLIVEIRA SAMPAIO

RELAÇÃO ENTRE CORRUPÇÃO E INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO  
E INVESTIMENTO DE PORTFÓLIO EXTERNO:  
O Caso Dos Países Emergentes

Florianópolis, 2011

LUIZA PIRES DE OLIVEIRA SAMPAIO

RELAÇÃO ENTRE CORRUPÇÃO E INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO  
E INVESTIMENTO DE PORTFÓLIO EXTERNO:  
O Caso Dos Países Emergentes

Monografia submetida ao curso de Ciências  
Econômicas da Universidade Federal de  
Santa Catarina, como requisito obrigatório  
para a obtenção do grau de Bacharel.

**Orientador:** Fernando Seabra

FLORIANÓPOLIS, 2011

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO – ECONÔMICO  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**LUIZA PIRES DE OLIVEIRA SAMPAIO**

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota ..... à estudante Luiza Pires de Oliveira Sampaio na disciplina CNM 5420 – Monografia, do curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

---

Prof. Fernando Seabra, Dr.  
Orientador

---

Profa. Patrícia Ferreira Fonseca Arienti, Dra.

---

Prof. Milton Biage, Dr.

## AGRADECIMENTOS

Agradecer requer gratidão - um sentimento difícil de demonstrar. Agradeço a Deus por cuidar muito bem de mim, da minha família, dos meus amigos e não me deixar faltar nada.

Agradeço à minha mãe por ser sempre incrível, maravilhosa, atenciosa, meu principal exemplo. Ao meu pai, por todas as ajudas e caronas e piadas e sorrisos e abraços e morangos com leite condensado. Aos meus irmão "zinhos", obrigada por seus cachinhos, suas covinhas, seus cheirinhos, suas risadas, meus amores tão queridos. À Cláudia, agradeço sua atenção, interesse, cuidado e gentilezas.

À família Pires de Oliveira e à família Sampaio, em especial aos meus avós, agradeço por terem construído, para mim, a confiança de ter uma família forte e unida. Obrigada por serem as melhores famílias do mundo. Tio Cá, obrigada pelo conselho (determinante): "Faça Economia". Tia Cris obrigada pelos (muitos e indispensáveis) livros.

Ao meu namorado Vinícius: meu amor, você é tudo pra mim. "Não há você sem mim e eu não existo sem você". Agradeço também à família dele, principalmente à Dalvani, por ter me recebido de braços abertos em Floripa, sempre mui carinhosamente.

Obrigada, meus amados amigos da "Turma 2006.2 e agregados" pelos momentos excelentes e inesquecíveis que passamos nesses 4,5 anos. "Nenhum caminho é longo quando amigos nos acompanham". Meu caminho com vocês foi alegre e feliz. Minhas queridas *housemates*, Érika e Serena, é inestimável viver com pessoas especiais. E às amadas de Sampa, pela nossa amizade ter se mantido na mesma alegria de sempre.

Professor Fernando Seabra, sem sua confiança, seu conhecimento e sua paciência, nada seria possível. Eu te admiro muito, obrigada. Outros professores também não imaginam o que são para mim - intocáveis. Sou particularmente grata aos Professores Celso Weydmann, Felipe Wolk, Laercio Pereira, Milton Biage, Renato Lebarbenchon e Ricardo Oliveira. Agradeço à UFSC pelos anos de aprendizado.

Obrigada, São Paulo; obrigada Florianópolis. *Non ducor duco.*

*O que não se mede, não se administra.  
O que não é mensurável, faça-o mensurável.*

Galileu Galilei

*Não tenho tempo para mais nada. Ser feliz me consome muito.*

Clarice Lispector

## RESUMO

Este trabalho apresenta o *Corruption Perceptions Index* como um dos determinantes ao Investimento Direto Externo (IDE) e ao Investimento de Portfólio Externo (IPE). Discorre-se sobre a Teoria Econômica institucionalista e voltada ao investimento externo, de forma a elaborar um modelo econométrico de painel de dados para cada um dos tipos de investimento estrangeiro. Os resultados apontam que investidores diretos preferem países populosos, comercialmente abertos e com menores índices de corrupção; conquanto os investidores de portfólio optam pelos países com menores níveis médios de renda, rápido crescimento econômico, estoque e acúmulo de reservas internacionais e maior percepção de corrupção – além disso, a crise financeira internacional também reduziu consideravelmente os fluxos de IPE.

**Palavras-chave:** institucionalismo, investimento direto externo, investimento de portfólio externo, *Corruption Perceptions Index*, painel de dados.

## ABSTRACT

This study presents the Corruption Perceptions Index as a determinant of Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI). The article speaks out about economic theory and institutionalist- oriented to foreign investment in order to develop an econometric model of data panel for each type of foreign investment. The results show that direct investors use to prefer populous countries, commercially open and lower rates of corruption, while portfolio investors use to prefer countries with lower average income levels, rapid economic growth, stock and accumulation of international reserves and a stronger perception of corruption - moreover, the international financial crisis has also reduced considerably the flow of FPI.

**Keywords:** institutionalism, foreign direct investment, foreign portfolio investment, Corruption Perceptions Index, panel data.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Os fluxos de IDE, em bilhões de dólares, do mundo para as economias desenvolvidas, economias emergentes e para o mundo, de 1994 a 2009 .....	21
Figura 2: Os fluxos de IDE, em bilhões de dólares, do mundo para os BRICs, de 1994 a 2009 .....	22
Figura 3: Os fluxos de IPE, em bilhões de dólares, do mundo para as economias desenvolvidas, economias emergentes e para o mundo, de 1994 a 2009 .....	22
Figura 4: Os fluxos de IPE, em bilhões de dólares, do mundo para os BRICs, de 1994 a 2009 .....	23
Figura 5: Destino do IPE no mundo (em bi de US\$) em 2009 .....	32
Figura 6: Origem do IPE no mundo (em bi de US\$) em 2009 .....	32
Figura 7: PIB per capita e CPI para os países emergentes (2001 a 2009) .....	37
Figura 8: População (em milhares de habitantes) de regiões ou grupos de países selecionados.	54
Figura 9: Evolução do PIB per capita (na PPC em bilhões de dólares correntes) de regiões ou grupos selecionados .....	56
Figura 10: Variação do PIB (na PPC em bilhões de dólares correntes) de regiões ou grupos selecionados .....	57
Figura 11: O <i>Corruption Perceptions Index</i> 2010 em países no mundo. ....	73



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: As médias e os desvios-padrão dos fluxos de IPE e IDE em bilhões de dólares, do mundo para os BRICs, de 1994 a 2009 .....	23
Tabela 2: Os 10 países com melhor pontuação do <i>CPI</i> .....	40
Tabela 3: 10 países melhor avaliados pelo Index Of Economic Freedom .....	42
Tabela 4: Teste de Hausman para o modelo IDE/PIB.....	62
Tabela 5: Resultados do modelo para IDE/PIB.....	62
Tabela 6: Teste de Hausman para o modelo IPE/PIB .....	64
Tabela 7: Os resultados do modelo para IPE/PIB .....	64
Tabela 8: Estatísticas Descritivas do Modelo do IDE .....	74
Tabela 9: Estatísticas Descritivas do Modelo do IPE.....	75
Tabela 10: Multicolinearidade entre as variáveis (IDE).....	76
Tabela 11: Multicolinearidade entre as variáveis (IPE) .....	77
Tabela 12: Efeitos fixos no modelo de IDE/PIB .....	78
Tabela 13: Efeitos fixos no modelo de IPE/PIB.....	79

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Agências e Índices necessários ao cálculo do <i>CPI</i> .....	38
Quadro 2: As variáveis que compõem o Índice de Kaufmann.....	45
Quadro 3: As variáveis dos modelos.....	58
Quadro 4: Sinal esperado das variáveis dos modelos.....	61

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

- BP Balanço de Pagamentos
- BRICs Brasil, Rússia, Índia e China
- CPI* *Corruption Perceptions Index* (Índice de Percepção de Corrupção)
- FMI Fundo Monetário Internacional
- GLS* *Generalized Least Squares* (Mínimos Quadrados Generalizados)
- IDE Investimento Direto Externo
- IEC Investimento Externo em Carteira
- IEF* *Index of Economic Freedom* (Índice de Liberdade Econômica)
- IFS* *International Financial Statistics*
- IPE Investimento de Portfólio Externo
- KI* *Kaufman Index* (Índice de Kaufmann)
- LSDV* *Least Square Dummy Variable* (Mínimos Quadrados com Variáveis Dummy)
- OECD Organisation for Economic Co-operation and Development* (Organização para Cooperação Econômica e Desenvolvimento)
- PIB Produto Interno Bruto
- PPC Paridade Poder de Compra
- TC Transações Correntes
- TI* *Transparency International*
- UE União Europeia
- Unctad* *United Nations Conference on Trade and Development* (Conferência das Nações Unidas em Comércio e Desenvolvimento)

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>13</b>
<b>1.1 Tema e Problema.....</b>	<b>14</b>
<b>1.2 Objetivos.....</b>	<b>15</b>
1.2.1 Objetivo Geral.....	15
1.2.2 Objetivos Específicos.....	15
<b>1.3 Justificativa.....</b>	<b>16</b>
<b>1.4 Metodologia.....</b>	<b>17</b>
<b>1.5 Estrutura..</b>	<b>18</b>
<b>2 REVISÃO TEÓRICA .....</b>	<b>19</b>
<b>2.1 O Investimento Estrangeiro.....</b>	<b>19</b>
<b>2.2 A Corrente Institucionalista .....</b>	<b>24</b>
<b>2.3 Instituições Como Determinantes ao Investimento Estrangeiro .....</b>	<b>27</b>
2.3.1 Instituições e Outros Determinantes ao Investimento Direto Externo .....	29
2.3.2 1 Instituições e Outros Determinantes ao Investimento de Portfólio Externo .....	31
<b>3 CPI, A MEDIDA DA CORRUPÇÃO E OUTRAS MEDIDAS DO AMBIENTE INSTITUCIONAL.....</b>	<b>36</b>
<b>3.1 O <i>Corruption Perceptions Index</i>.....</b>	<b>36</b>
3.1.1 A metodologia de cálculo do CPI.....	38
<b>3.2 O <i>Index of Economic Freedom</i>.....</b>	<b>42</b>
<b>3.3 O Índice de Kaufmann .....</b>	<b>44</b>
<b>4 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DA RELAÇÃO ENTRE CPI, IDE E IPE .....</b>	<b>47</b>
<b>4.1 Aspectos do Modelo Econométrico .....</b>	<b>47</b>
4.1.1 O Modelo <i>Pooled</i> .....	49
4.1.2 O Modelo de Efeitos Fixos.....	49
4.1.3 O Modelo de Efeitos Aleatórios .....	49
4.1.4 A Escolha Entre o Modelo de Efeitos Fixos e o Modelo de Efeitos Aleatórios.....	50
<b>4.2 A Formulação dos Modelos para IDE e IPE.....</b>	<b>52</b>
4.2.1 As Variáveis dos Modelos.....	53
4.2.2 Análise Preliminar .....	59
4.2.3 Resultados dos modelos .....	62
4.2.3.1 O Modelo para o IDE .....	62
4.2.3.1 O Modelo para o IPE .....	63
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>66</b>
<b>5.1 Conclusões .....</b>	<b>66</b>
<b>5.2 Recomendações de estudo.....</b>	<b>68</b>
<b>Referências .....</b>	<b>70</b>
<b>ANEXO A.....</b>	<b>73</b>
<b>APÊNDICE A .....</b>	<b>74</b>
<b>APÊNDICE B.....</b>	<b>75</b>
<b>APÊNDICE C .....</b>	<b>76</b>
<b>APÊNDICE D .....</b>	<b>77</b>
<b>APÊNDICE E.....</b>	<b>78</b>
<b>APÊNDICE F .....</b>	<b>79</b>

# 1 INTRODUÇÃO

As mais recentes inovações à Teoria Econômica têm considerado fatores além dos tradicionalmente utilizados pela Ciência Econômica em suas abordagens. Celso Furtado, provavelmente o economista brasileiro de maior destaque, afirmou "Só um economista imagina que um problema de economia é estritamente econômico" <sup>1</sup>. Pois bem, economistas se evolucionaram e cresceu a quantidade de abordagens, com alguns aspectos em comum – e outros menos recorrentes – ao que tradicionalmente se estudava.

Dentre essas novas visões, a abordagem institucionalista recebeu relevo especial. Seu principal mentor, o economista americano Douglass North, junto com o colega Robert Fogel, foi agraciado com o Nobel de Ciências Econômicas em 1993. Em sua autobiografia, o economista é bastante claro sobre seu objetivo: "descobrir o que levava algumas economias a se desenvolver e outras a fracassar, porque assim, poder-se-ia melhorar o desempenho econômico dos países" (NORTH, 2010, tradução livre) <sup>2</sup>.

Para North (1993), as instituições são resultado das sujeições concebidas pelos homens na interação política, econômica e social. São elas que "fornecem a estrutura de incentivos de uma economia, como essa estrutura se desenvolve, molda a direção da mudança econômica para o crescimento, estagnação ou declínio" (North, 1993, p. 97, tradução livre) <sup>3</sup>.

Destarte, a influência das instituições sobre a economia não haveria de se restringir à sua dinâmica interna. Neste sentido, economistas têm pesquisado o peso das instituições sobre o comportamento da economia internacional. Assim, a direção desta monografia se dará com foco no investimento estrangeiro em países emergentes. Vale ressaltar que serão considerados os dados do fluxo de investimento estrangeiro do mundo para as economias emergentes.

Apesar do grande número de fatores relacionados ao ambiente institucional, esta pesquisa é restrita a uma variável de medida deste ambiente: o *Corruption Perceptions Index* (CPI, Índice de Percepção de Corrupção), criado e calculado pela *Transparency*

---

<sup>1</sup> BUCHSBAUM, P. **Frases geniais que você gostaria de ter dito**. Ediouro, 1ª edição, 2004, São Paulo.

<sup>2</sup> "To find out what made economies work the way they did or fail to work. I believed that once we had an understanding of what determined the performance of economies through time, we could then improve their performance."

*International* (Transparência Internacional). A metodologia, o cálculo e outros detalhes deste índice serão posteriormente apresentados.

Como dito, a pesquisa será desenvolvida sobre os países emergentes. A fim de se eliminar as dificuldades metodológicas de definir o que é um país emergente – resultado da grande extensão de teorias econômicas concorrentes – será utilizada como base, uma publicação de janeiro de 2010 do Fundo Monetário Internacional (FMI). Nesta publicação, o Fundo apresenta algumas previsões de importantes variáveis macroeconômicas para economias avançadas, emergentes e para o mundo. As *developing economies* (economias em desenvolvimento) são os seguintes vinte e quatro países: África do Sul, Argentina, Brasil, Bulgária, Chile, China, Colômbia, Estônia, Filipinas, Hungria, Índia, Indonésia, Letônia, Lituânia, Malásia, México, Paquistão, Peru, Romênia, Rússia, Tailândia, Turquia, Ucrânia e Venezuela (FMI, 2010).

A ideia deste estudo é apresentar um modelo econométrico, elaborado a partir de variáveis reais e, dentre elas, uma variável institucional – o *CPI*. Espera-se, portanto, poder afirmar que a percepção de corrupção é um dos fatores determinantes na entrada de investimento externo. Assim, tal variável é considerada pelos investidores internacionais na definição de sua expansão.

As próximas seções deste capítulo visam a esclarecer a estrutura, a metodologia e os objetivos deste trabalho.

## 1.1 Tema e Problema

O tema deste trabalho é a relação entre o *Corruption Perceptions Index (CPI)* e o investimento estrangeiro, seja Investimento Direto Externo (IDE) ou Investimento de Portfólio Externo (IPE). Portanto, esta monografia se concentrará na compreensão qualitativa e quantitativa da causalidade entre a percepção de corrupção e o investimento externo.

---

<sup>3</sup> "Institutions provide the incentive structure of an economy; as that structure evolves, it shapes the direction of economic change towards growth, stagnation, or decline."

Os dados necessários são disponibilizados pela *Transparency International*, pela *United Nations Conference on Trade and Development (Unctad)* e pelo Fundo Monetário Internacional. A análise será feita sobre o período de 2001 a 2009, pois foi a partir de 2001 que o *CPI* foi criado e calculado pela *Transparency International*. Além disso, ainda não foram disponibilizados os dados de IDE e de IPE de 2010. Os dados de IDE são disponibilizados pela *Unctad* e os de IPE pelo FMI.

## 1.2 Objetivos

### 1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral é verificar, a partir dos dados disponíveis sobre investimento externo e o *CPI*, como se dá a causalidade entre este índice e os fluxos de investimento, de forma a desenvolver um modelo de dados de painel com observações de países emergentes.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

Para que se atinja ao objetivo geral, será necessário, também, atingir aos seguintes objetivos específicos:

- revisar brevemente a literatura sobre a corrente institucionalista,
- explicar o cálculo do *CPI*, apresentar sua relevância e apresentar uma análise descritiva em relação à mais importante variável macroeconômica, o Produto Interno Bruto (PIB) per capita.

- pontuar outros índices de medida para o ambiente institucional
- optar por um modelo econométrico, definir outras variáveis reais e explicar sua metodologia e seus resultados.

### 1.3 Justificativa

A justificativa de elaborar um estudo, segundo Castro (1978), deve considerar os seguintes aspectos: importância, originalidade e viabilidade do estudo.

Desta forma, a importância deste estudo é fruto da relevância dos efeitos da corrupção. Popularmente, tem-se em mente que os prejuízos decorrentes de corrupção são apenas aqueles claramente perceptíveis, como as perdas por recursos desviados de investimentos em saúde ou educação – imagina-se que são problemas restritos a quem depende de tratamento médico ou de acesso à educação por meio da intervenção do governo – ou, então, que são problemas restritos às áreas da saúde e da educação, respectivamente. Entretanto, existem outros diversos prejuízos menos evidentes, mas não menos significativos.

Com isso em vista, este trabalho apresenta-se como uma alternativa quanto à verificação de outros efetivos efeitos da corrupção sobre toda a sociedade. O estudo dos impactos da corrupção sobre o investimento externo auxilia no entendimento e no conhecimento de prejuízos econômicos causados pela corrupção no longo prazo.

Assim, ao identificar, por exemplo, o quanto se deixa de receber de investimentos, tem-se o primeiro passo para que se possa estimar a quantidade de empregos que se deixa de criar – ou seja, o quanto se perde pela conseqüente menor geração de renda, qual a perda em prováveis ganhos de produtividade, de incremento de capital humano e, principalmente, de bem-estar para toda a sociedade. Portanto, a proposta desta monografia é verificar que, de fato, há outras perdas com a corrupção, maiores do que as facilmente percebidas. Dentre essas perdas, a diminuição da entrada de investimento externo é o ensejo deste estudo.

Neste aspecto, a originalidade decorre de se abordar quantitativamente os efeitos da corrupção sobre uma variável real e observável, o investimento externo. A viabilidade do



estudo é resultado da pré-existência de uma confiável medida de corrupção, o *Corruption Perceptions Index*, e de dados sobre os fluxos de investimento externo.

## 1.4 Metodologia

Para esta monografia, a metodologia adotada será baseada em um processo formal e ordenado, dado o objetivo de verificar a causalidade entre o *CPI* e o investimento externo. Como já existem teorias que explicam a causalidade entre um bom clima de investimento e o efetivo investimento externo, o método de abordagem será dedutivo, pois, de acordo com Gil (2002), este método parte do geral e vai ao particular. Neste caso, especificamente, poderá ser percebido como a teoria esclarece a realidade na área a que este trabalho se restringe – isto é, a mensuração dos impactos sobre o investimento externo especificamente em países emergentes.

Para tanto, o procedimento científico se fundamentará, inicialmente, em procurar explicar a importância e os determinantes do investimento estrangeiro, tanto a partir da corrente institucionalista como de abordagens mais tradicionais, com base em pesquisa de referência de autores brasileiros e estrangeiros. Esta pesquisa terá, primeiramente, um caráter exploratório de definição dos principais pontos comuns à literatura teórica já existente. Feito isso, haverá o objetivo de elucidar a hipótese fundamental deste trabalho – há causalidade entre corrupção e investimento externo – e, em seguida, de compreender com isso se dá quantitativamente.

A metodologia da pesquisa se concentrará na coleta e na análise deste material bibliográfico e, posteriormente, na análise dos dados disponibilizados pelo FMI e pela *Unctad* de Investimento de Portfólio Externo e Investimento Direto Externo, respectivamente. Os dados sobre o *CPI* serão coletados no sítio eletrônico da *Transparency International*.

O resultado pretendido é entender qual o efeito quantitativo da corrupção sobre o investimento externo. A mensuração será feita por modelos econométricos com a utilização do software Eviews. Os resultados desta mensuração serão detalhados, a partir de uma abordagem explicativa, a fim de se garantir o objetivo pretendido.

## 1.5 Estrutura

Este estudo está dividido em cinco capítulos, ordenados de forma a encaminhar o tema: uma introdução, a teoria, sua comprovação e, por fim, as conclusões.

O primeiro capítulo, *Introdução*, é esta breve iniciação ao tema, delinea os objetivos e a metodologia. O segundo, *Revisão Teórica*, traz as principais abordagens e teorias sobre a relação entre o ambiente institucional e o recebimento de investimento externo. *CPI, a medida de corrupção, e outras medidas do ambiente institucional*, é o terceiro capítulo, cujo objetivo é oferecer informações mais ricas sobre o *CPI*, além de explanar sobre outras medidas utilizadas para mensurar o ambiente institucional. *Evidências empíricas da relação entre CPI, IDE [Investimento Direto Externo] e IPE [Investimento de Portfólio Externo]*, tema e título do quarto capítulo, explica e busca comprovar empiricamente a teoria até então apresentada. Este capítulo tem enorme importância, pois é o que dá as condições necessárias para se perceber a relação entre o *CPI* e o investimento externo – quanto maior é o *CPI* de um país, menor é a corrupção do poder público, o que é fundamental a um bom clima de investimento. As *Considerações Finais* serão apresentadas como o último capítulo. Neste, estão a conclusão e recomendações para novos estudos.

## 2 REVISÃO TEÓRICA

Este capítulo apresenta os pontos principais das teorias nas quais esta monografia se embasa. Para tanto, está organizado em três sessões: a primeira apresenta brevemente a distinção entre as duas formas de investimento externo, a segunda seção discorre sobre a visão institucionalista e a terceira sobre as instituições como determinantes ao investimento estrangeiro.

Tendo em vista que o próximo capítulo aborda o *CPI* e o apresenta como uma medida de corrupção, a exposição desta revisão em conjunto ao terceiro capítulo, desenha o subsídio necessário à compreensão do quarto capítulo, responsável por mostrar as relações *IDE* e *CPI* e *IPE* e *CPI*.

### 2.1 O Investimento Estrangeiro

A vasta quantidade de estudos sobre o investimento estrangeiro é resultado de sua importância para a Ciência Econômica. Autores de países desenvolvidos e emergentes buscam compreender as variáveis mais importantes na consideração do investidor para a tomada de decisão de investir em outro país. Este estudo apresenta os fatores e variáveis mais relevantes.

O investimento estrangeiro compõe a Conta Financeira do Balanço de Pagamentos (BP). Vale lembrar que o Balanço de Pagamentos possui três principais contas: Transações Correntes, Conta Capital e Conta Financeira. A conta capital, em geral, é bastante pequena em relação ao BP (Krugman, 2005). Dessa forma, quando há déficit em Transações Correntes, é importante que haja superávit na Conta Financeira, a fim de financiar este déficit – ao invés de a autoridade monetária abrir mão de parte de suas reservas. Portanto, quando o investimento interno de um país é maior que sua poupança interna, esta diferença é financiada ou pela entrada de recursos financeiros na Conta

Financeira, ou pela diminuição das reservas de um país. A Conta Financeira é composta pelo investimento estrangeiro, por derivativos e por "outros investimentos".

Neste sentido, é fundamental distinguir as duas formas de investimento estrangeiro: Investimento Direto Externo (IDE) e Investimento de Portfólio Externo (IPE).

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), em seu *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment* (1996), é bastante clara quanto a isso. Investimento estrangeiro ocorre quando há compra do capital de um país por residentes de outro país. Por exemplo, há Investimento Direto Externo, quando uma empresa do país A compra parte do capital de uma empresa do país B, em processos de fusões e aquisições, e em casos de abertura de uma nova empresa no país B. O investimento é considerado de portfólio (IPE) quando sua participação no capital for inferior a 10%. Sendo assim, em caso de a participação no capital ser superior a 10%, trata-se, pois, de Investimento Direto Externo (IDE). Vale ressaltar que esses 10% devem ser relativos às ações ordinárias (com direito a voto). A compra de títulos do setor público (no caso do Brasil, os títulos do Tesouro Nacional) também é investimento de portfólio externo.

O Manual de Definição da OCDE (1996) ainda esclarece que as inversões devem ser medidas, preferencialmente, no valor de mercado do ano corrente do investimento. Caso assim não seja possível, é recomendada a utilização dos valores registrados nos livros contábeis da empresa. O manual ainda afirma que alguns países, separadamente, optam por considerar possível que, em algumas empresas, a participação no capital inferior a 10% não impede o poder de voto do investidor e, por isso, é registrado como IDE. Apesar de não recomendar que não se siga a regra-dos-10%, a OECD afirma que se um país optar por flexibilizá-la deve necessariamente deixar bem clara esta posição. Além disso, alguns países (como o Brasil) consideram os empréstimos intercompanhias como um tipo de IDE.

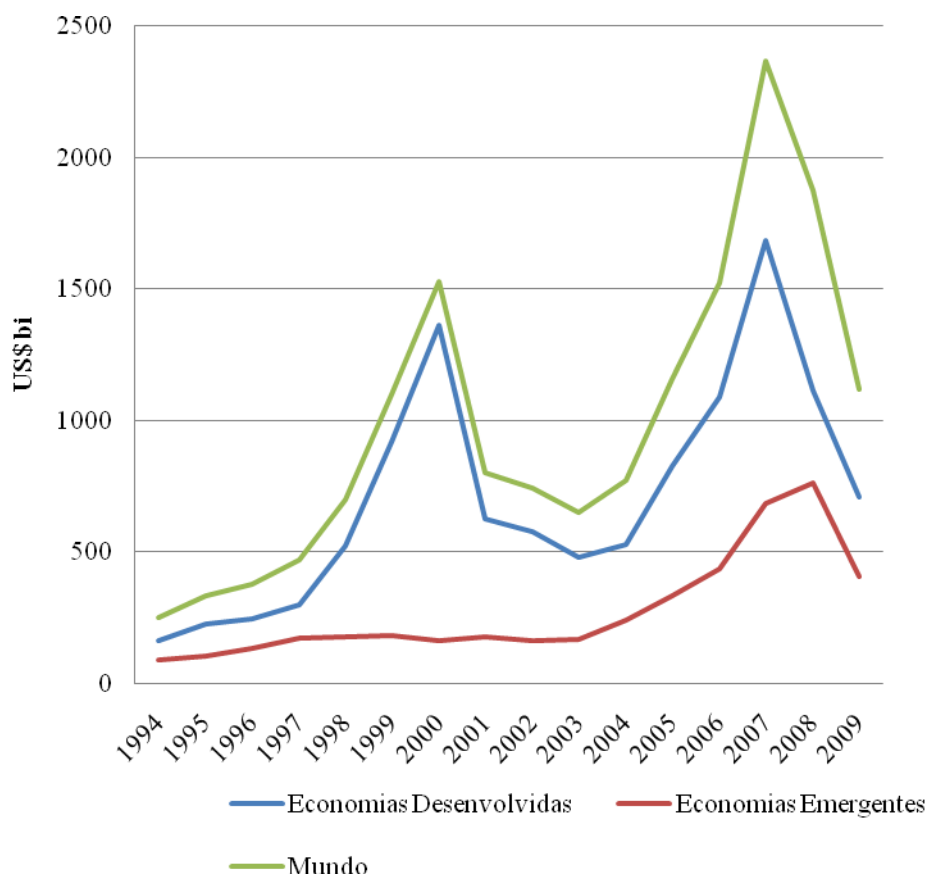
Outro ponto importante é referente aos ganhos e perdas de movimentações no mercado financeiro, sejam eles causados por operações de *hedge* ou especulativas: não se recomenda seu registro como lucro ou prejuízo, mesmo que estas operações sejam relacionadas à atividade-fim da empresa em questão.

Devido ao investimento de portfólio externo ser uma carteira de investimentos financeiros, ele também é chamado de "investimento externo em carteira" (IEC). Pelo fato de o IPE ser uma participação pequena no capital de uma empresa, frequentemente o investidor não espera mantê-lo por muito tempo, pois busca uma grande e rápida

valorização. Já o investimento direto externo, dificilmente reversível, é feito com objetivo de longo prazo. Aparentemente, essa diferença pode parecer pouco relevante, entretanto, devido a isto, o IPE é consideravelmente mais instável que o IDE.

Para exemplificar como é considerável esta diferença, quatro figuras apresentam os fluxos de i. IDE e ii. IPE para i. os países avançados, em desenvolvimento e para o mundo e ii. para os BRICs.

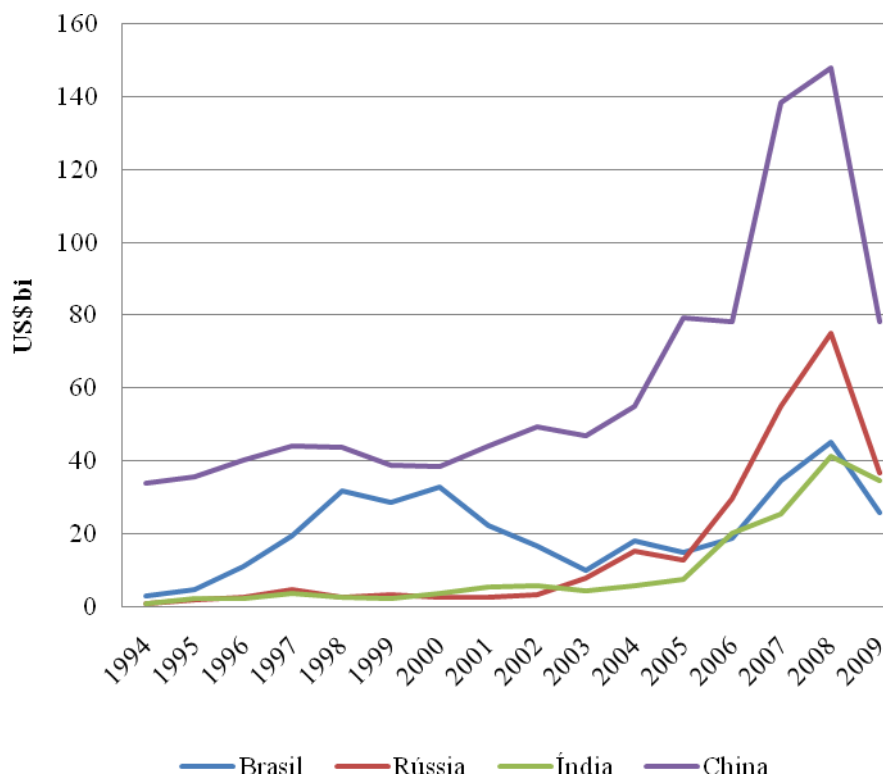
A figura 1, a seguir, mostra os fluxos de IDE para os países avançados, em desenvolvimento e para o mundo. Para os países em desenvolvimento, nota-se uma tendência de crescimento lento de 1994 a 2003, aceleração de 2004 a 2008 e queda em 2009, resultado da crise do Sub-prime norte-americana.



**Figura 1: Os fluxos de IDE, em bilhões de dólares, do mundo para as economias desenvolvidas, economias emergentes e para o mundo, de 1994 a 2009**

Fonte: Adaptada de FMI (2011)

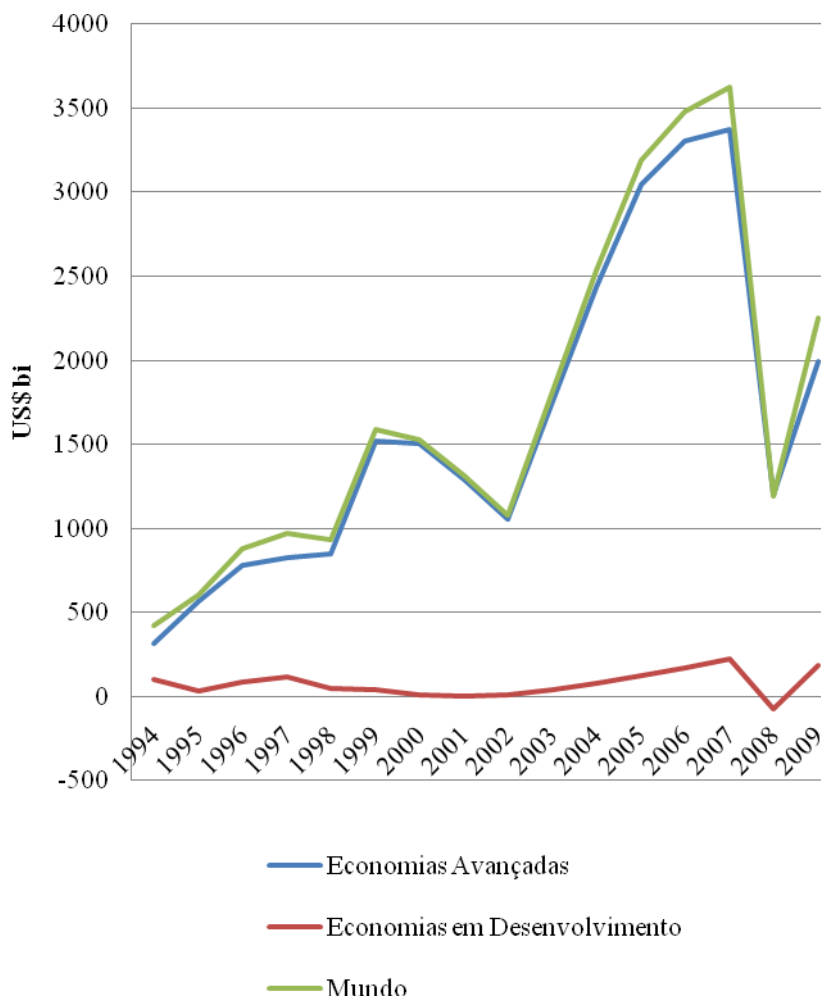
A figura 2 apresenta, agora, os dados para os BRICs. Apesar de os níveis de IDE serem um pouco diferentes, a tendência entre os países é semelhante. Novamente, a variação de 2008 para 2009 foi negativa.



**Figura 2: Os fluxos de IDE, em bilhões de dólares, do mundo para os BRICs, de 1994 a 2009**

Fonte: Adaptada de FMI (2011)

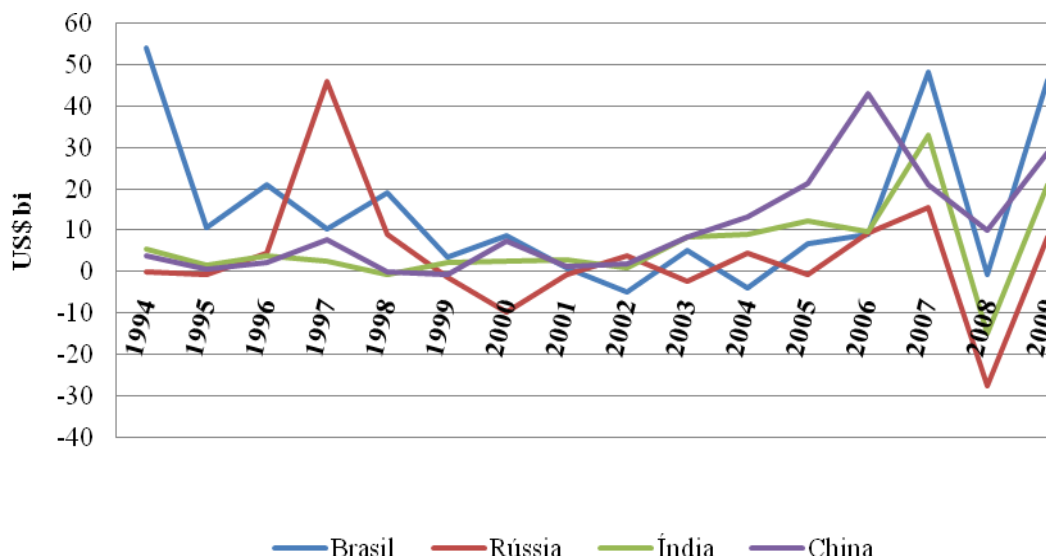
Para o IPE, a figura 3 mostra os dados dos países em desenvolvimento, emergentes e do mundo. Com relação aos países em desenvolvimento, de 2001 a 2007, há um lento crescimento, claramente interrompido em 2008, quando os investidores diminuíram suas posições em países em emergentes. Em 2009, houve uma recuperação.



**Figura 3: Os fluxos de IPE, em bilhões de dólares, do mundo para as economias desenvolvidas, economias emergentes e para o mundo, de 1994 a 2009**

Fonte: Adaptada de FMI (2011)

Entretanto, a figura 4, mostra que houve claramente grande variação dos fluxos de IPE entre os principais países emergentes em todos os anos. Os dois pontos semelhantes entre os quatro países são a alta volatilidade do IPE e a evidente queda em 2008. Na maioria dos anos, até mesmo o viés do IPE varia entre os países.



**Figura 4: Os fluxos de IPE, em bilhões de dólares, do mundo para os BRICs, de 1994 a 2009**

Fonte: Adaptada de FMI (2011)

Os dados apresentados evidenciam que não se pode afirmar que os fluxos de IPE, individualmente para cada país, possuem uma clara tendência de alta ou baixa. Notadamente, tais fluxos são movidos por expectativas de curto prazo diferentes entre os países. Por exemplo, a Moratória Russa de 1998 levou a três anos consecutivos de variação negativa de seus fluxos de IPE.

Por fim, para mostrar com clareza como o IPE é mais volátil que o IDE, os dados da média e do desvio padrão de cada tipo de investimento para cada um dos BRICs são apresentados na tabela 1.

**Tabela1: As médias e os desvios-padrão dos fluxos de IPE e IDE em bilhões de dólares, do mundo para os BRICs, de 1994 a 2009**

País	IPE		IDE	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
Brasil	11,82222222	19,37763876	22,97777778	10,22099993
Rússia	1,114444444	11,49096951	26,55777778	23,64073404
China	16,49222222	12,72824574	79,68666667	36,43318603
Índia	9,097777778	12,48886684	16,72444444	13,41718062

Fonte: FMI (2011)

Elaboração própria



A tabela mostra que, com exceção da China, os fluxos de IPE dos Brics, no período analisado, apresentam desvios-padrão maiores que as médias. Já para o IDE, todos os países apresentam dados mais comportados: a média é sempre maior que o desvio-padrão. Portanto, é bastante claro que o IPE varia mais e com mais intensidade em comparação ao IDE.

Feita a diferença entre as formas de investimento, a próxima seção oferece uma leitura sobre a corrente institucionalista e as teorias que elencam os determinantes do investimento externo nos países emergentes, com ênfase na visão institucionalista.

## 2.2 A Corrente Institucionalista

Esta seção, inicialmente, introduz a abordagem institucionalista. Em seguida, apresenta um resumo das explicações para o investimento estrangeiro, em especial nos países emergentes e, por fim, busca estabelecer a relação entre o ambiente institucional e investimento estrangeiro.

Daron Acemoglu (2003, p. 27, tradução livre), afirma que frequentemente "os dois principais candidatos a explicar a diferença de prosperidade entre os países são a geografia e as instituições"<sup>4</sup>. O autor considera que a explicação com base na geografia é incompleta, pois há apenas uma correlação – e não uma causalidade entre esta variável e prosperidade. Sua grande demonstração de que fatores climáticos, ecológicos, etc., não são determinantes no desenvolvimento dos países, baseia-se no fato de que tais fatores não se alteraram em regiões ricas até o século XVI (ou até a chegada de colonizadores) e, entretanto, atualmente estão entre as mais pobres do mundo. Logo, existem outros fatores mais determinantes e mais significativos para o progresso dos países (ACEMOGLU, 2003).

Para os institucionalistas, estes fatores são as instituições. Acemoglu (2003) atribui a três principais *chaves*: respeito à propriedade privada (para que nunca seja desestimulado

---

<sup>4</sup> The two main candidates to explain the fundamental causes of differences in prosperity between countries are geography and institutions. (ACEMOGLU, 2003, p. 27)

o investimento), atentar às ações dos grupos com maior poder, como as elites e os políticos (para evitar que eles se beneficiem de suas posições privilegiadas) e dar iguais oportunidades a todos os segmentos da sociedade (para que possam participar da atividade econômica).

Acemoglu (2003) considera que as sociedades, a partir de boas instituições, tendem a estimular o investimento em maquinário, em capital humano, em melhores tecnologias e que a consequência disto é o alcance da prosperidade. Ele ainda afirma que as instituições não são imutáveis, o que significa que é possível melhorar o bem-estar da sociedade a partir de mudanças qualitativas das instituições.

Uma leitura bastante correlata à ideia deste estudo pode ser feita a partir da opinião de Acemoglu, sobretudo na segunda chave por ele apresentada, o controle dos grupos com maior poder. Corrupção só pode ocorrer se algum dos indivíduos tiver poder. Assim sendo, controlar os grupos mais poderosos (frisa-se que *controlar* é diferente de *limitar*, mas similar a *fiscalizar*) tem dentre seus objetivos o de impedir a corrupção. As outras duas chaves ainda guardam aspectos comuns ao controle da corrupção: proteger a propriedade privada e dar a todos condições iguais de concorrência são, também, formas de evitar o uso indevido de recursos e de impedir que existam grupos menos protegidos.

Com relação aos países emergentes, é importante salientar que para Acemoglu (2003), a colonização européia, em geral, só criava as instituições que favoreciam a conquista. Em outras palavras, os aspectos e potencialidades das colônias que interessavam aos colonizadores foram especialmente bem-trabalhados. Entretanto, como os interesses de colonizadores e colonizados são ordinariamente opostos, pode-se afirmar que a colonização não teve o objetivo de garantir o desenvolvimento dessas colônias e que isso deve ser significativo na criação de uma cultura de corrupção.

Rodrik e Subramanian (2003) também aludem entre as correntes explicações para o desenvolvimento dos países, a geografia e as instituições, mas acrescentam que a integração internacional é mais um fator recorrentemente citado para justificar a prosperidade. Sobre todos esses fatores, Rodrik e Subramanian (2003) são bastante claros e atribuem às instituições papel fundamental. Afirmando que geografia e integração internacional são menos relevantes e que não necessariamente sejam determinantes, são apenas variáveis exógenas.

A convicção desses autores os levou a um exercício empírico. Rodrik e Subramanian elaboraram um modelo econométrico que buscava medir a influência de cada um desses fatores no Produto Interno Bruto de cada país, anulando os possíveis efeitos dos outros

fatores. Sua conclusão não surpreende a corrente institucionalista: "com o aumento da qualidade institucional, também há aumento da renda... mas aumentos da integração podem não ajudar... tampouco ajuda uma localização geográfica mais privilegiada" (RODRIK & SUBRAMANIAN, 2003, tradução livre)<sup>5</sup>.

As instituições podem ter três diferentes funções:

- regulação do mercado, isto é, tratar externalidades, economias de escala e casos de informação imperfeita;
- estabilização do mercado, ou seja, garantir inflação baixa, minimização da volatilidade macroeconômica, e evitar crises financeiras e
- legitimação do mercado, como fornecer proteção social e de seguro, redistribuir e administrar conflitos. (RODRIK & SUBRAMANIAN, 2003)

Sendo assim, pode-se ainda dizer que instituições internas robustas, especialmente aquelas que prevêm a participação de agentes de toda a população, permitem que conflitos sejam tratados com o mínimo custo possível e ainda tendem a evitar choques econômicos iniciais (RODRIK & SUBRAMANIAN, 2003).

Seabra et. al. (2006), ao considerarem os determinantes ao desenvolvimento, pontuam essencialmente os mesmos fatores: comércio internacional, geografia e instituições. Estes autores lembram os teóricos da Economia mais proeminentes e mostram alguns pontos que estão de acordo com a corrente institucionalista. Para tanto, citam o "ceticismo de Keynes na capacidade do mercado de regular o volume de investimentos e o nível de atividade econômica" (SEABRA et. al., 2006, p. 74), e a posição de Schumpeter, para quem a diferença fundamental entre desenvolvimento e crescimento reside na existência de inovações no momento de prosperidade. Sobre Douglass North, é analisado um trabalho com Thomas, no qual eles pontuam que "a infraestrutura social" tem como objetivo a redução da incerteza e dos custos de transação, o que amplia as condições de desenvolvimento. Tal infraestrutura é composta por arranjos de proteção à propriedade intelectual, esforços regulatórios sobre o mercado financeiro, de trabalho e de bens.

Em suma, a análise dos institucionalistas está mais preocupada "com a performance da estrutura [da economia], com fatores tecnológicos e direitos legais e humanos do que propriamente com alocação de recursos e análises de oferta e demanda" (SEABRA et. al., 2006, p. 77).

---

<sup>5</sup> As institutional quality rises, so does income ... but increases in integration may not help . . . nor does a more benign geographic location. (RODRIK & SUBRAMANIAN, 2003)

Bénassy-Quéré et. al. (2005), afirmam, inclusive, que a relação entre IDE e instituições pode ser vista como uma das formas pelas quais as instituições promovem o crescimento da produtividade. Boas instituições, segundo eles, exercem uma influência positiva sobre o desenvolvimento, pois promovem o investimento em geral – tendo em vista que levam à diminuição da incerteza e a maiores taxas de retorno esperado. Como o IDE é inclusive uma parte muito importante da formação de capital nos países pobres (BÉNASSY-QUÉRÉ et. al. apud UNCTAD, 2004), o efeito do IDE sobre a promoção das instituições poderia ser um importante canal de seu efeito sobre crescimento e desenvolvimento.

Na visão de Bénassy-Quéré et. al., percebe-se uma relação entre IDE e instituições causando prosperidade. É importante, todavia, apresentar a relação entre instituições e IDE.

Enfim, há um claro consenso entre os autores de que boas instituições são fundamentais à prosperidade. A próxima seção apresentará as opiniões que defendem que esta relação também pode ser verificada para o investimento estrangeiro.

## **2.3 Instituições Como Determinante Ao Investimento Estrangeiro**

O Investimento Externo é uma forma importante de busca por lucros e dividendos das empresas em todo o mundo. Este tipo de investimento tende a aumentar a integração mundial, bem como auxiliar na promoção do desenvolvimento econômico dos países emergentes. Busse (2008), por exemplo, afirma que o Investimento Direto Externo, por fornecer novos capitais, pode levar a um aumento do capital humano e físico, o que é altamente benéfico aos países em desenvolvimento e com restrições de liquidez.

Como afirmam Seabra e Amal (2005, p. 04), há "uma grande extensão das metodologias utilizadas para estimar a importância dos diversos fatores e variáveis que influenciam a decisão de investimento das EMNs [empresas multinacionais]". Bénassy-Quéré et. al. (2005) alegam que a crescente quantidade de interesse nos determinantes de IDE nos países emergentes, é resultado de o IDE ser considerado um dos mais estáveis

componentes dos fluxos de capital nos países em desenvolvimento e por poder, também, ser um veículo para o progresso tecnológico, para o uso e a disseminação de técnicas de aumento de produtividade.

Dada a enorme relevância de investimento estrangeiro, diversos autores buscaram compreender quais são as principais variáveis consideradas pelas empresas na tomada de decisão de internacionalização de seu capital.

Pode-se dizer que o investidor estrangeiro, ao realizar o IDE, tem o objetivo de manter seu capital naquela empresa por um longo período de tempo. Isso é decorrência da própria natureza desse investimento: por ser mais difícil revertê-lo (em comparação ao IPE), há o comprometimento com o crescimento da empresa no longo prazo, sem interesses especulativos de curto prazo. Portanto, o fluxo de IDE, ainda que em países emergentes, não é tão suscetível a crises internacionais, como o IPE.

Por serem alternativas bastante diferentes, as duas formas de investimento externo são geralmente abordadas separadamente em artigos e trabalhos científicos. Por isso, serão agora, tratadas separadamente: IDE na próxima seção e IPE na posterior.

### 2.3.1 Instituições e outros Determinantes Ao Investimento Direto Externo

Bénassy-Quéré et. al. (2005) afirmam que há diversos motivos para justificar boas instituições como fatores de atração ao investimento direto externo. Como exemplo, eles citam que melhorias das instituições estão, em geral, relacionadas a melhorias na produtividade. Ainda, mencionam que instituições ruins trazem custos adicionais ao IDE – e isso o repele. Além disso, más instituições são sinais de incerteza, de governos ineficientes, de instabilidade política, de baixa garantia dos direitos de propriedade e de sistema legal ineficiente.

Os autores elaboraram um modelo econométrico, que buscava entender as principais variáveis na atração de investimento. Sua conclusão foi de que "um aumento na

'qualidade institucional' no país receptor atrai IDE" (BÉNASSY-QUÉRÉ, 2005, p. 18, tradução livre) <sup>6</sup>.

Tal estudo focou-se em diversos fatores atrativos ao IDE: fraca concentração do capital, existência e cumprimento das leis trabalhistas, competição no setor produtivo, segurança dos direitos de propriedade formais, apoio à P&D e inovação, informações sobre empresas, capacidade dos executivos de bancos, controle interno dos bancos, motivação para o ensino superior, evolução da eficiência do governo, facilidade de entrar num mercado, informação sobre a qualidade de bens e serviços, distribuição da concorrência, eficiência do sistema fiscal, ausência de corrupção, informações necessárias para a emissão de títulos, direito dos contratos, das normas prudenciais locais e prudenciais e competição entre os bancos. De todos os coeficientes, dois tiveram sinal diferente do esperado: baixa concentração de capital e leis de proteção ao trabalhador. Portanto, estes dois fatores diminuem a atração de investimento direto externo.

A baixa concentração de capital causa repulsão ao IDE, porque o lucro econômico tende à zero em mercados em concorrência perfeita. Ainda, é possível que as empresas estrangeiras busquem entrar em setores em fase de privatização (i. e., em um setor onde havia anteriormente um monopólio estatal). Outra explicação dada pelos autores baseia-se na consideração de que grandes firmas multinacionais tendem a investir mais fortemente em países onde já investiram em massa anteriormente e já possuem uma parte considerável do mercado. (BÉNASSY-QUÉRÉ et.al., 2005)

Sobre o efeito de leis de proteção ao trabalhador, Bénassy-Quéré et.al.(2005) comentam que o efeito de leis de proteção ao trabalhador pode ser interpretado como uma forma de redução de flexibilidade dos contratos com empregados e do conseqüente aumento de custos em sua contratação.

É interessante notar que dentre as variáveis que estimulam a entrada de IDE, há grande importância para as instituições do setor financeiro, onde as informações da concorrência, os regulamentos e a segurança dos contratos e dos direitos de propriedade são relevantes (BÉNASSY-QUÉRÉ et. al., 2005). Portanto, o investidor direto externo preocupa-se fortemente com o cumprimento dos contratos e com seus direitos de propriedade.

Por fim, Bénassy-Quéré et. al. citam outra abordagem, que avalia a diferença entre a qualidade institucional entre os países como determinante ao fluxo de IDE bilateral. A

---

<sup>6</sup> "A rise in 'institutional quality' in the host country attracts FDI". (BÉNASSY-QUÉRÉ, 2005, p. 18)

ideia geral desta análise consistia em supor que grandes diferenças da qualidade institucional atrapalham a transferência de capital entre países. Entretanto, o teste num modelo econométrico elaborado por eles teve resultado controverso. "Quando [as diferenças institucionais] são significativas, superiores à distância em geral, parece haver aumento e não redução de IDE bilateral" (Bénassy-Quéré et. al., 2005, p. 22, tradução livre) <sup>7</sup>. Haja vista que esta monografia não investiga investimento direto bilateral, apenas do mundo para um determinado país, não é necessário se aprofundar nesta abordagem.

Em suma, está claro que o ambiente institucional tem papel relevante como fator explicativo para atração de investimento direto externo. Todavia, o ambiente institucional, isoladamente, não possui características suficientes à entrada de tal tipo de investimento, pois outros fatores são necessários à rentabilidade do capital. Neste sentido, é importante apresentar uma síntese do que a literatura econômica versa sobre os determinantes institucionais, financeiros e econômicos do investimento direto externo.

Como afirma OCDE (2009 apud SANTOS, 2009), quando é feito IDE, a empresa visa a prazos mais longos e, por isso, há o objetivo de influenciar diretamente em suas operações. Basicamente, os fatores fundamentais na atração de IDE são: mobilidade de capital (baixa regulação de lucros), juros baixos, estrutura política estável, estabilidade cambial, bom nível institucional e política comercial liberal. (BUSSE & HEFEKER, 2005). Busse e Groizard (2006) citam ainda a infraestrutura como um dos aspectos importantes considerados na tomada de decisão pelas empresas estrangeiras ao entrar em um país.

É importante salientar que os citados bons fundamentos macroeconômicos ajustam-se às recomendações feitas aos países emergentes no Consenso de Washington. Ainda, há de se ressaltar que por bom nível institucional entende-se baixa corrupção, legislação liberal e estável e democracia consolidada (Bénassy-Quéré et. al., 2005). Ainda, outros pontos podem ser considerados, de acordo com os requisitos de instalação de uma nova filial, como mão-de-obra qualificada, disponibilidade de insumos e de mão-de-obra, novos mercados a serem explorados e suas possibilidades de crescimento (Pereira, 2009)

A subseção seguinte desenvolve-se da mesma maneira que esta: inicialmente, apresenta a parte da teoria dedicada à importância das instituições e, por fim, faz um breve apanhado de outras condições necessárias à atração de investimento de portfólio externo.

---

<sup>7</sup> When significant, higher distance generally seems to raise rather than reduce bilateral FDI" (Bénassy-Quéré et. al., 2005, p. 22)

### 2.3.1 Instituições e outros Determinantes Ao Investimento de Portfólio Externo

O ganho resultante da diversificação da alocação de recursos é, em geral, o principal motivo para investidores internacionalizarem seu capital financeiro. (AL-KHAIL , 2003). Entretanto, a preferência do possuidor dos recursos é frequentemente por manter seus ativos em seu próprio país, o que os pesquisadores chamam de "*home bias*". De acordo com Al-Khail (2003), a literatura explica isto como o resultado da assimetria de informações entre o mercado nacional e estrangeiro. Esta barreira indireta é significativa e leva o investidor a privilegiar sua posição em títulos do mercado de seu país.

Apesar da *home bias*, em 2009, o fluxo mundial de investimento de portfólio externo (considerando os países que o receberam) chegou a US\$ 2.252,68 bilhões, de acordo com o FMI (2011). Do total, apenas US\$ 188,75 bilhões destinaram-se aos países em desenvolvimento, enquanto US\$1.995,5 bilhões destinaram-se às economias avançadas. Estes dados estão apresentados na figura 6.

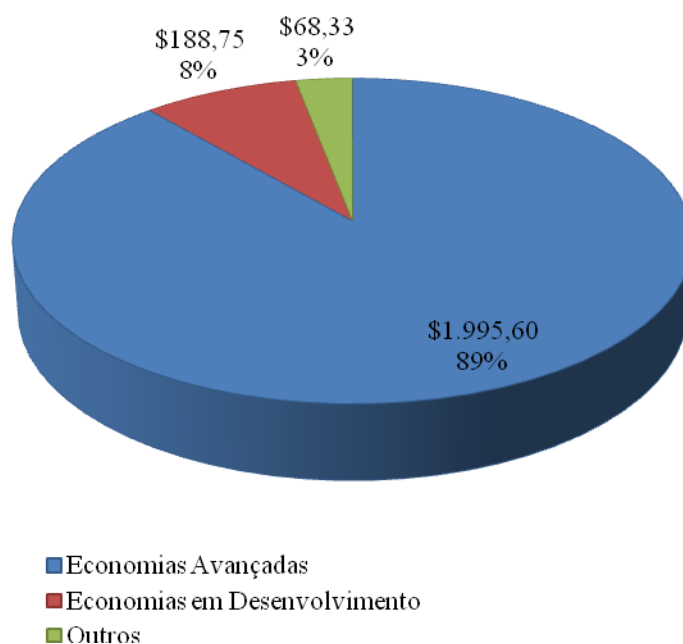
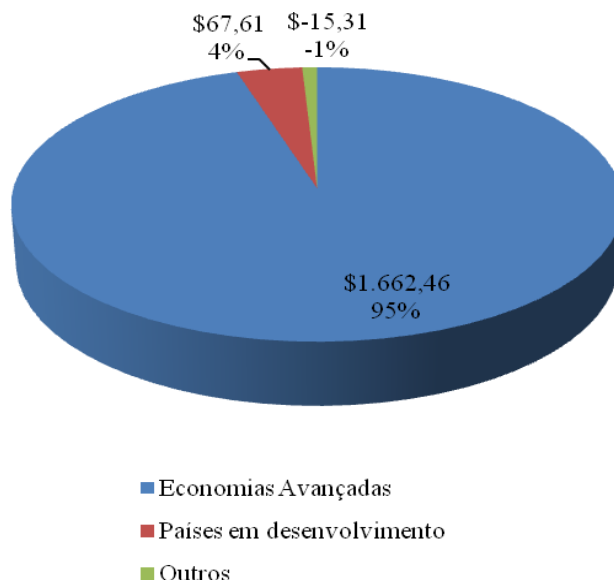


Figura 5: Destino do IPE no mundo (em bi de US\$) em 2009



Fonte: Adaptado de FMI (2011)

A figura apresenta claramente que a absoluta maior parte do IPE destinou-se aos países desenvolvidos. A figura a seguir apresenta os dados sobre a origem do IPE.



**Figura 6: Origem do IPE no mundo (em bi de US\$) em 2009**

Fonte: Adaptado de FMI (2011)

Os dados apresentados na Figura 7 demonstram que as economias avançadas possuem participação ainda maior quando se analisa a origem do investimento em carteira.

Juntas, as figuras mostram que 95% dos recursos mundiais de IPE vêm dos países desenvolvidos, mas somente 89% do total de recursos destinam-se a esses países. Sem dúvida, 89% do total é uma participação muito alta, mas menor que 95%. Isso significa que os países desenvolvidos enviam proporcionalmente mais do que recebem de investimento em carteira.

É fundamental, todavia, atentar aos dados. De acordo com a figura 7, os "outros" países contribuíram em 2009 com -1% da origem de IPE. Na verdade, 1% do total do IPE mundial voltou aos "outros países", de onde vieram anteriormente.

Outra informação altamente relevante é sobre a diferença das informações. De acordo com o FMI, o mundo enviou US\$ 1.714,76 bilhões, mas recebeu US\$ 2.252,68 bilhões de dólares. A partir destes dados, se concluiria que o total enviado representa somente 76% do recebido, entretanto, isto é impossível – sobretudo enquanto não houver fluxos interplanetários de recursos financeiros. Este tipo de discrepância estatística também ocorre com dados de comércio internacional: a soma das balanças comerciais de todos os

países resulta em um valor considerável e negativo. No caso do comércio, esta diferença se justifica, em parte, porque o tempo necessário ao transporte de um bem pode ser de meses, então o fluxo anual é contabilizado em apenas um dos balanços de pagamentos. No entanto, fluxos financeiros ocorrem de forma bastante rápida – o que leva a crer que a discrepância é resultado de omissões de dados. Faz sentido conceber que o envio de recursos financeiros é menos declarado em comparação ao seu recebimento. Desta forma, provavelmente tal diferença é resultado disso.

Destarte, a partir das informações apresentadas, percebe-se que apesar dos fluxos de IPE serem majoritariamente destinados aos países desenvolvidos, os países emergentes recebem proporcionalmente mais. Por isso, se faz relevante a análise de seus determinantes.

Assim como é significativa a quantidade de estudos sobre determinantes do investimento direto externo, também é nítida a grande quantidade de estudos que buscam determinar as variáveis consideradas na tomada de decisão do investimento de portfólio. Em geral, tais variáveis estão relacionadas principalmente a aspectos econômicos e financeiros e é incomum que se estude a influência de variáveis institucionais. A relativa baixa quantidade de estudos sobre instituições e investimento de portfólio externo leva este trabalho a apresentar os próximos dois *papers*: um que estuda os fluxos líquidos de IPE, e outro que se dedica ao mercado de capitais em geral.

Santis e Lührmann (2006) tratam dos determinantes dos fluxos líquidos de investimento de portfólio externo. Para eles, há evidências de que o perfil demográfico dos países, a qualidade das instituições, além dos os agregados monetários, estão entre os principais fatores que explicam esses fluxos. Estes autores alegam que desequilíbrios externos podem facilmente se ajustar com a evolução dos investimentos em carteira. Eles ainda afirmam que

"instituições de qualidade e um alto grau de governança desempenham um papel importante na competitividade de uma economia, bem como na credibilidade de um país vis-à-vis os investidores internacionais. Instituições confiáveis aumentam a transparência, um bom sistema legal e político oferecem melhor proteção contra a fraude. Portanto, algumas instituições dos países, como o Estado de Direito, os direitos de propriedade, liberdade e valores democráticos podem afetar decisões de poupança e investimento." <sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> "Sound institutions and a high degree of governance play an important role in the competitiveness of an economy as well as a country's credibility vis-à-vis international investors. Reliable institutions enhance

(Santis e Lührmann, 2006, p. 14, tradução livre)

La Porta et. al. (1997) elaboraram um estudo que visa explicar se há alguma causalidade entre o sistema jurídico e o tamanho e o desenvolvimento do mercado de capitais do respectivo país. Os resultados confirmam que o ambiente legal é relevante ao mercado de capitais. Em particular, os países que adotam sistema mais alinhado ao do Direito Romano, protegem menos os investidores em comparação aos que adotam a *Common Law*. Assim, mesmo economias mais avançadas, como a da França, devido ao seu tipo de sistema jurídico, são menos atrativas aos investidores. Um bom ambiente jurídico mostra-se, portanto, relevante quando se estuda o mercado de capitais (LA PORTA et. al., 1997).

As conclusões destes estudos indicam que deve haver algum tipo de relação positiva entre a qualidade do ambiente institucional e o IPE. Por outro lado, a baixa quantidade de estudos sobre IPE e instituições pode indicar tanto que tal relação é fraca, como que tal relação seja, na verdade, negativa.

Outras variáveis, econômicas e financeiras, influenciam a atração de IPE. Barbosa e Meurer (2010), ao elencar as variáveis determinantes para o Brasil, citam os retornos do mercado mundial, a taxa de juros internacional, o risco cambial, a variação do risco-país e o crescimento do PIB.

Devereux e Sutherland (2009) apontam o aumento das reservas internacionais dos países emergentes como um fator atrativo ao IPE, pois oferece segurança ao investidor internacional, tanto pela garantia de conversibilidade da moeda, como por ser um indicativo de um país mais estável e protegido.

O próximo capítulo apresenta três importantes índices de medida da qualidade do ambiente institucional.

### 3 *CPI*, A MEDIDA DA CORRUPÇÃO, E OUTRAS MEDIDAS DE AMBIENTE INSTITUCIONAL

O objetivo deste capítulo é apresentar o *Corruption Perceptions Index* e outros dois importantes índices de mensuração da qualidade do ambiente institucional: o *Index of Economic Freedom* (*IEF* - Índice de Liberdade Econômica), e o *Kaufmann Index* (*KI* – Índice de Kaufmann).

Este capítulo está organizado em quatro seções. A primeira seção apresenta o *CPI*, a segunda, o *IEF* e a terceira, o *KI*.

#### 3.1 O *Corruption Perceptions Index*

O *Corruption Perceptions Index* é um índice que mede a percepção de corrupção. Calculado anualmente, pela *Transparency International* (*TI*), uma organização da sociedade civil global. Este índice é um importante indicador do ambiente institucional dos países. Segundo a *Transparency International* (2010), seu objetivo é “criar a mudança para um mundo livre de corrupção”<sup>9</sup>.

O *CPI* foi criado em 2001 e desde então, mede a percepção de corrupção. Inicialmente, o índice media a situação de 89 países, mas em 2010 já foi calculado para 178 (*TRANSPARENCY INTERNATIONAL*, 2010). Para o cálculo deste índice, é considerada corrupção o “abuso de poder público para o ganho privado”<sup>10</sup>. A grande vantagem da existência deste índice é tornar possível a comparação do quão corrupto é o setor público de países culturalmente diferentes. A *Transparency International* adverte que o *CPI* não é uma ferramenta adequada à análise de tendências dos níveis percebidos de corrupção ao longo do tempo para todos os países. A variação de um ano para outro do *CPI* de um país pode resultar de uma mudança na percepção de seu desempenho ou de

---

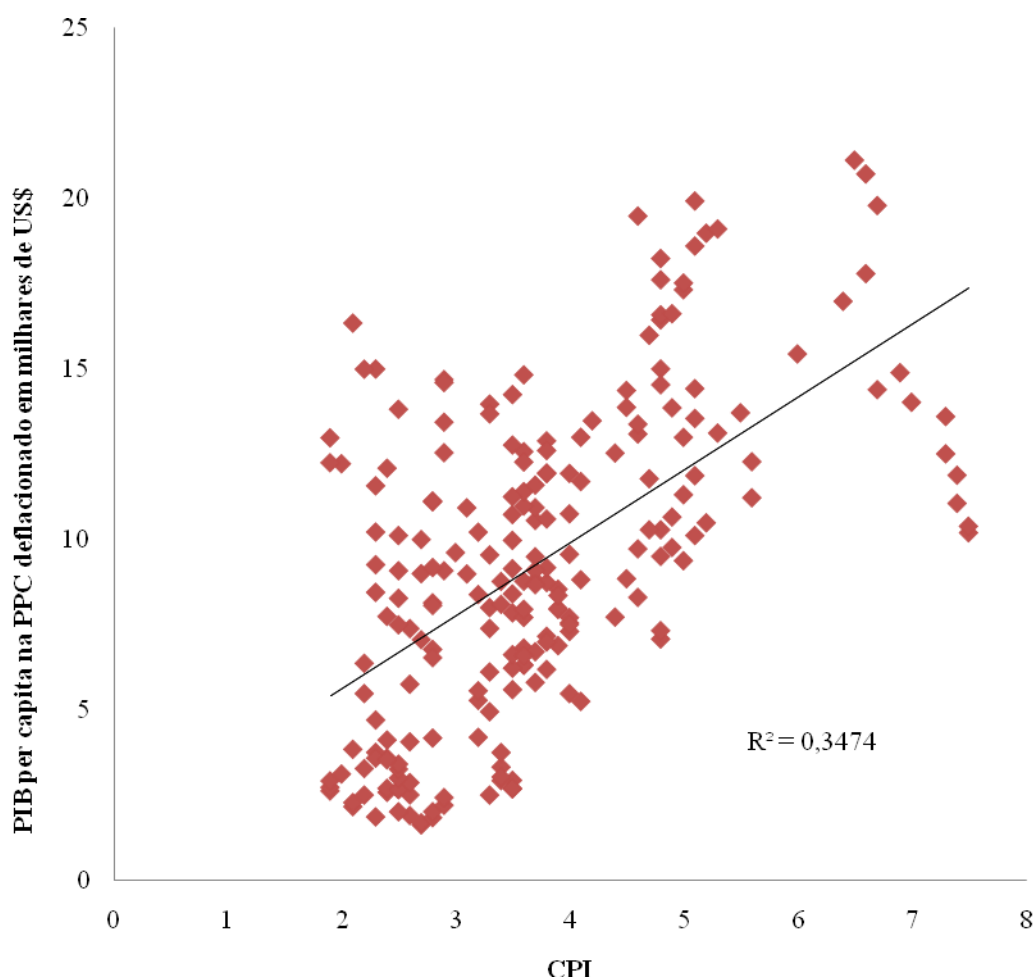
<sup>9</sup> “to create change towards a world free of corruption”.(Transparency International, 2010)

<sup>10</sup> “transparency International (TI) defines corruption as the abuse of entrusted power for private gain” (Transparency International, 2010)

uma mudança no ranking fornecido por fontes originais (*Transparency International*, 2010). Para este estudo, no entanto, a utilização do *CPI* é possível, pois ele não será utilizado para estimar a tendência de aumento ou diminuição da percepção de corrupção em um país, será apenas utilizado para medir se a percepção de corrupção influencia ou não na entrada de capitais de um país.

Para a *TI*, o país obteve melhora em seu desempenho quando a variação em sua pontuação é igual ou superior a 0,3 pontos. Neste caso, a *TI* acredita que essa variação é resultado de uma real diminuição do nível de corrupção de um país.

Há fortes evidências de que os países mais pobres são os mais corruptos. Para o *CPI*, quanto menor corrupção, maior é o escore. A figura 8, a seguir, apresenta uma comparação entre o *CPI* e o PIB per capita na PPC deflacionado para os países emergentes.



**Figura 7: PIB per capita e *CPI* para os países emergentes (2001 a 2009)**

Fonte: FMI (2010) e TI (2011)

Elaborada pela autora.

A linha de tendência foi desenhada e o  $r^2$  calculado para facilitar a percepção da existência de relação entre a renda per capita e *CPI*. A relação é claramente positiva entre as variáveis. O  $r^2$  indica um bom grau de ajuste entre as variáveis.

### 3.1.1 A metodologia de cálculo do *CPI*

A metodologia do *CPI* foi desenvolvida por Johann Lambsdorff da Universidade de Passau, da Alemanha.

De acordo com a *Transparency International* (2010), o cálculo do *CPI* é feito a partir de outros índices que têm por objetivo medir a extensão da corrupção do setor público, como a frequência e tamanho dessas transações. Também é necessário que a organização responsável pelo índice calcule-o para diversos países, com a mesma metodologia. Por causa destas especificações, a quantidade de agências utilizadas pode variar de um ano para outro, dependendo da disponibilidade do dado. É importante, ainda, frisar, que nem todas as agências cobrem todos os países e, portanto, a quantidade de agências avaliadoras varia entre os países. Para que um país possa ser incluído nesta análise, é preciso que no mínimo três agências o avaliem. Assim, espera-se garantir maior qualidade e confiabilidade do *CPI*.

O quadro abaixo apresenta cada agência, seu respectivo índice e os anos utilizados no cálculo;

<b>Agência</b>	<b>Índice</b>	<b>Ano</b>
<i>Africa Development Bank</i>	<i>Country Policy and Institutional Assessments</i>	Ano anterior
<i>Asian Development Bank</i>	<i>Performance Assessment Ratings</i>	Ano anterior
<i>Bertelsmann Foundation</i>	<i>Bertelsmann Transformation Index</i>	Ano anterior

<i>Economist Intelligence Unit</i>	<i>Country Risk Service</i>	Ano base
<i>Freedom House</i>	<i>Nations in Transit</i>	Ano base
<i>Global Insights, formerly World Markets Research Centre</i>	<i>Country Risk Ratings</i>	Ano base
<i>Institute for Management Development</i>	<i>World Competitiveness</i>	Anos base e anterior
<i>Political and Economic Risk Consultancy, Hong Kong</i>	<i>Asian Intelligence</i>	Anos base e anterior
<i>World Economic Forum</i>	<i>Global Competitiveness Report</i>	Anos base e anterior
<i>World Bank</i>	<i>Country Policy and Institutional Assessments for IDA Countries</i>	Anos base e anterior

**Quadro 1: Agências e Índices necessários ao cálculo do CPI**

Fonte e elaboração: Transparency International (2010)

Como se pode notar, as fontes de cálculo do índice podem ser tanto de pessoas do ambiente corporativo, como de grupos de analistas notadamente reconhecidos. Além disso, quando é possível, são utilizados os dados do ano base do cálculo e os do ano anterior, a fim de diluir mudanças bruscas de opinião e, assim, suavizar seu impacto. Dessa forma, existem dez agências que fazem a análise, mas quatorze observações diferentes de dados.

Como sua denominação diz, este índice é responsável apenas pela medição da percepção de corrupção, e não pela medição da corrupção. Vale lembrar que se fosse possível medir diretamente a existência de corrupção, seria porque também é possível identificá-la – e se fosse possível identificá-la, certamente ela seria combatida. Logo, se toda existência de corrupção fosse punida, haveria a tendência de diminuição de corrupção em todos os países, até seu fim. Como não é possível de fato identificar e medir todos os atos de corrupção, as entidades interessadas em combatê-la buscam outras formas de medir sua existência. A que tem sido utilizada é de medir sua percepção.

É importante frisar que este índice vai de 0 a 10. Quanto menor o índice, mais corrupção há no setor público do país. Neste caso, se um país atingisse escore igual a 10,

seria um completamente livre de corrupção em seu setor público. Nunca qualquer país atingiu este valor. Um mapa com os níveis de corrupção dos países em 2010 está disponível no anexo.

A *TI* (2010) afirma em seu site que atualmente os governos estão despendendo grandes quantidades de seus recursos para resolver problemas bastante graves, como a instabilidade financeira, a pobreza e a mudança climática. Como a corrupção atrapalha o desenvolvimento das atividades do governo, pode-se afirmar que corrupção é um obstáculo ao alcance do progresso econômico e social.

O Índice de Percepção da Corrupção de 2010 mostra que quase três quartos dos cento e setenta e oito países estão com pontuação inferior a cinco. Tais resultados indicam um problema realmente grave de altos níveis de corrupção. A sugestão da *TI* para enfrentar esse desafio, é de que os governos busquem maior integração de medidas anti-corrupção de todas as esferas. Ainda, a *TI* defende mais rigor na implementação da Convenção da ONU contra a Corrupção, a única iniciativa global que fornece um quadro para pôr um fim à corrupção.

De acordo com a *TI*, Dinamarca, Nova Zelândia e Singapura estão no topo da lista com uma pontuação de 9,3, seguidos pela Finlândia e pela Suécia com escore de 9,2. Na ponta oposta da tabela está a Somália com uma pontuação de 1,1. Ligeiramente melhores, estão Mianmar, o Afeganistão e o Iraque. Segundo um vídeo apresentado no site da *TI*, os países com menores índices são marcados por guerras, conflitos e debilidade das instituições essenciais. Nestes casos, a corrupção leva à perda de credibilidade, o que acaba agravando ainda mais sua percepção. Por isso, os esforços de desenvolvimento não devem ser afastados destes países.

A *TI* (2010) afirma que dentre as notáveis diminuições de escore desses últimos anos estão alguns dos países mais afetados por uma crise financeira, que foi precipitada por déficits de transparência e integridade. A ausência dos países da OCDE entre os que melhoraram sublinha a necessidade de reforçar os mecanismos de boa governança em todas as nações. A mensagem é clara: em todo o mundo, transparência e responsabilidade são essenciais para restaurar a confiança. Sem elas, soluções de política global de muitas crises mundiais estão em risco.

A tabela a seguir apresenta os onze países com melhor pontuação do *CPI*.

**Tabela 2 – Os 11 países com melhor pontuação do *CPI***

Posição	País	Escore
---------	------	--------



	Dinamarca	
1	Nova Zelândia	9,3
	Singapura	
4	Finlândia	9,2
	Suécia	
6	Canadá	8,9
7	Holanda	8,8
8	Suíça	8,7
	Austrália	8,7
10	Noruega	8,6
	Islândia	8,5

Fonte e elaboração: Transparency International (2010)

Como se observa, os países com menores índices de corrupção estão entre os sabidamente mais desenvolvidos do mundo. Em resumo, a corrupção está diretamente relacionada às instituições dos países – um sistema legal bem-organizado, poder judiciário independente e atuante, respeito aos bens públicos, entre outros, são fatores que, combinados, devem levar à diminuição da percepção de corrupção.

Melgar et. al. (2010) estudou as causas e os efeitos da percepção de corrupção. Segundo eles,

"altos níveis de percepção da corrupção poderiam ter efeitos mais devastadores do que a própria corrupção, que gera uma cultura de desconfiança para algumas instituições e pode criar uma tradição cultural de subornos e, conseqüentemente, aumento da corrupção".  
(Melgar et. al., 2010, p.121, tradução livre<sup>11</sup>)

Para eles, "altos níveis da percepção de corrupção são suficientes para causar efeitos negativos na economia (o crescimento da instabilidade institucional e a deterioração das relações entre indivíduos, instituições e estados)" (Melgar et. al., 2010, p.122, tradução livre<sup>12</sup>).

<sup>11</sup> "High levels of corruption perception could have more devastating effects than corruption itself; it generates a "culture of distrust" towards some institutions and may create a cultural tradition of gift giving and hence, raising corruption" (Melgar et. al., 2010, p.121)

<sup>12</sup> "High levels of corruption perception are enough to cause negative effects in the economy (the growth of institutional instability and the deterioration of the relationships among individuals, institutions and states)" (Melgar et. al., 2010, p.122)

AIDT, (2009), por outro lado, aponta que, embora a existência de corrupção seja vista pela maioria dos economistas como um obstáculo ao desenvolvimento, existem duas visões principais sobre seus efeitos.

A primeira corrente corrobora para a tese principal dos economistas: a corrupção "é vista como uma das causas de baixa renda e acredita-se que ela tenha um papel crucial na geração de armadilhas de pobreza" (Andvig e Moene, 1990; Blackburn et. al., 2006, 2008 apud AIDT, 2009, p. 271). De acordo com esta visão, é como se no curto prazo, fosse colocada areia sobre as engrenagens da economia, atrapalhando o desenvolvimento econômico. (AIDT, 2009)

Entretanto, a segunda visão discorda da opinião dominante. Para Left (1964) apud AIDT (2009), por exemplo, a corrupção é a graxa que facilita o movimento das engrenagens do desenvolvimento econômico. "A idéia geral é que a corrupção facilita negócios benéficos que sem ela, não teriam ocorrido. Ao fazer isso, promove a eficiência, permitindo que o setor privado corrija ou contorne falhas do governo pré-existentes" (AIDT, 2009, p. 272, tradução livre).<sup>13</sup>

Como se observa, embora o *mainstream* aponte que corrupção (ou percepção de corrupção) seja algo maléfico à sociedade, o alcance desta opinião não é completo a todos os pesquisadores.

A próxima seção apresenta o *Index of Economic Freedom*.

### 3.2 O *Index of Economic Freedom*

O *Index of Economic Freedom (IEF)* é calculado pela *Heritage Foundation*, em parceria com o *The Wall Street Journal*.

A tabela a seguir mostra os 10 países melhor classificados por este índice.

Tabela 3: 10 países melhor avaliados pelo Index Of Economic Freedom

Posição Mundial	País	Pontuação
-----------------	------	-----------

<sup>13</sup> "The general idea is that corruption facilitates beneficial trades that would otherwise not have taken place. In doing so, it promotes efficiency by allowing individuals in the private sector to correct or circumvent pre-existing government failures of various sorts." (AIDT, 2009, p. 272)

1	Hong Kong	89.7
2	Singapura	86.1
3	Austrália	82.6
4	Nova Zelândia	82.1
5	Irlanda	81.3
6	Suíça	81.1
7	Canadá	80.4
8	Estados Unidos da América	78
9	Dinamarca	77.9
10	Chile	77.2

Fonte e elaboração: Heritage Foundation & The Wall Street Journal (2010)

Nos resultados deste índice, também se observam majoritariamente países e territórios desenvolvidos. Destes países, o primeiro lugar é composto por Hong Kong, que possui a 30º maior economia do mundo de 2009 (Banco Mundial, 2010), o 21º maior IDH do mundo (ONU, 2010) de 0,862. Hong Kong é considerada a economia mais liberal do mundo exatamente por estar no topo deste *ranking*. O Brasil, em 2010, com 55,6 pontos e ficou na 113ª posição entre 179 países.

Assim como o *CPI*, o *IEF* é a composição de outros índices – neste caso, são dez: liberdade de negócios, livre comércio, liberdade fiscal, tamanho do governo, liberdade monetária, liberdade de investimento, liberdade financeira, direitos de propriedade, corrupção e liberdade trabalhista. (*HERITAGE FOUNDATION*, 2010). A cada um dos componentes, é atribuída uma nota, que varia de 0 a 100. 100 representa o máximo de liberdade.

Este índice é de cunho notadamente liberal. Sua apresentação é composta por uma série de comparações. Por exemplo, a (falta de) efetividade de política fiscal expansionista entre os países da *OCDE* na tentativa de combater o decrescimento (ou a desaceleração do crescimento) do PIB desses países. Em determinado ponto, fala-se: "Enquanto que alguns proclamaram a morte do capitalismo, o sistema de livre mercado mostrou de fato uma incrível capacidade de recuperação durante 2009 e agora mostra sinais vitais de uma revirada econômica." (*HERITAGE FOUNDATION*, 2010 p. 5).

Dessa forma, a *Heritage Foundation* demonstra confiar no livre-mercado como sistema econômico mais justo e eficiente. Por isso, assim como para a *Transparency International*, é fundamental o combate à corrupção, para a *Heritage*, é indispensável a busca pelo livre-mercado e pela liberdade econômica.

"Os países economicamente livres, que ao longo dos anos cresceram rapidamente e acumularam mais riquezas do que os países reprimidos, estavam em melhores condições de resistir à queda temporária. Os

países com mais liberdade econômica possuem instituições econômicas mais duráveis e transparentes, economias mais diversificadas, e maior flexibilidade em responder a uma crise. Desta maneira, nós podemos esperar menores impactos danosos permanentes provenientes da crise e recessão em países economicamente mais livres. Nós também podemos esperar recuperações mais rápidas dos efeitos negativos que ocorrerem" (*HERITAGE FOUNDATION*, 2010 p. 6).

Na versão em português sobre o *IEF* há uma parte especial sobre o Brasil. A *Heritage Foundation* afirma, sobre o trabalho do ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva: "apesar de sua retórica socialista, ele se mostrou um pragmático. Ele e seu time econômico implementaram políticas fiscais e monetárias conservadoras, além de continuar com reformas microeconômicas" (*HERITAGE FOUNDATION*, 2010, p 11). A fundação afirmou, ainda, que o aumento das exportações de *commodities* e a moeda forte contribuíram para melhorar a qualidade de vida e ao crescimento da classe média. (*Heritage Foundation*, 2010).

Apresentados os principais aspectos do Índice de Liberdade Econômica, será explicado, na próxima seção, o Índice de Kaufmann.

### 3.3 O Índice de Kaufmann

O último índice que mede a qualidade das instituições a ser abordado é o de Índice de Kaufmann. Este índice foi instituído por Kaufmann et al (1999), quando eles desenvolveram seis indicadores: efetividade governamental, qualidade regulatória, voz e *accountability*, estabilidade política e ausência de violência, estado de direito e controle da corrupção. Segundo SANTOS, 2009, cada uma dessas variáveis "representa uma dimensão diferente nas questões de governabilidade e governança, e em todos os casos, quanto maior o valor do indicador melhor a qualidade da instituição" (p. 39).

Variável	Abrangência
Efetividade Governamental	Mede a competência da burocracia e a qualidade na prestação dos serviços públicos (a qualidade dos serviços públicos e do

	serviço civil e o grau de sua independência de pressões políticas, a qualidade de formulação de política e implementação, e a credibilidade do compromisso do governo para tais políticas)
Qualidade Regulatória	Mede a incidência de políticas hostis ao mercado (a habilidade do governo para formular e implementar políticas adequadas e regulamentos que permitem e promovem o desenvolvimento do setor privado)
<i>Voz e accountability</i>	Mede direitos humanos, políticos e civis, responsabilidade e transparência (até que ponto os cidadãos de um país podem participar selecionando o seu governo, como também sua liberdade de expressão e liberdade de associação)
Estabilidade política e ausência de violência	Mede a possibilidade de ameaças violentas ao governo, incluindo o terrorismo (percepções de que o governo será desestabilizado, de que o subverterá por meios inconstitucionais ou violentos, inclui violência doméstica e terrorismo)
Estado de direito	Mede a qualidade do cumprimento de contratos, a eficiência judiciária, a independência judiciária e a incidência de crimes (até que ponto os agentes têm confiança e cumprem as regras da sociedade, a qualidade de execução de contratos, a polícia e os tribunais e a probabilidade de crime e violência)
Controle da corrupção	Mede o abuso do poder público para o benefício privado, incluindo formas insignificantes e principais de corrupção e a captura do estado pelas elites (até que ponto é exercitado o poder público para lucro

	privado)
--	----------

**Quadro 2: As variáveis que compõem o Índice de Kaufmann**

Fonte: Kaufmann et. al. (1999a) *apud* Dutra (2007) *apud* Santos (2009). Elaborado por Santos (2009)

Kaufmann et. al. agruparam as variáveis institucionais que tinham como base dimensões similares, a fim de evitar a multicolinearidade das variáveis quando este índice fosse utilizado na formulação de modelos. Para eles, governabilidade é como as tradições e instituições determinam a forma pela qual a autoridade é exercida em um determinado país. Isso inclui o processo pelo qual os governos são escolhidos, responsabilizados, monitorados e substituídos; a capacidade dos governos de gerir eficazmente os recursos disponíveis e formular, implementar e executar políticas sólidas e regulamentos, além do respeito dos cidadãos e do Estado para as instituições que governam as interações econômicas e sociais entre eles.

O cálculo deste índice requer a utilização de outros, medidos em geral em unidades qualitativas. Tais indicadores são produzidos por diversas organizações (agências de classificação de risco-comercial, organizações multilaterais, e outras organizações não-governamentais). Alguns incluem as perspectivas de diversos observadores (especialistas, empresas e particulares) e abrangem um vasto leque de temas (estabilidade política, clima de negócios, a eficácia da prestação de serviços públicos, as experiências com a corrupção, e assim por diante).

Com base nestes dados, se busca poder afirmar para cada um dos grupos se seus resultados podem oferecer informações úteis. Em geral, os dados são convergentes – por exemplo, é notável o amplo consenso entre empresas de classificação e os cidadãos daquele país. Em suma, considera-se que nenhuma fonte é totalmente desprovida de informação. A partir de técnicas estatísticas, é possível que cada fonte se ajuste a um grupo de dados. Para o Índice de Kaufmann, é utilizado um modelo de componentes não observados. Com isso, é possível encontrar um consenso e elaborar um índice para cada um dos seis conceitos. Os resultados resumem os dados disponíveis e cobrem quase todo o mundo.

Apresentados o Índice de Kaufmann, o *Index of Economic Freedom* e o *Corruption Perceptions Index*, o próximo capítulo mostra a relação entre o *CPI* e *IDE* e *CPI* e *IPE*.

## **4 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DA RELAÇÃO ENTRE *CPI*, *IDE* E *IPE***

O objetivo deste capítulo concentra-se em testar a existência de relação empírica, tanto entre o *CPI* e o *IDE*, como entre o *CPI* e o *IPE*. Tal objetivo baseia-se na revisão teórica apresentada, que explica a existência desta relação. Portanto, pretende-se elaborar dois modelos econométricos, um para cada relação, de forma a comprová-las e mensurá-las. Assim, a primeira seção explica a teoria da Econometria adequada à resolução deste tipo de problema. A segunda seção apresenta as formulações dos modelos e as especificações de suas variáveis. A terceira seção apresenta os resultados de cada estimação.

### **4.1 Aspectos do Modelo Econométrico**

Como afirma Wooldridge (2006), as estruturas de dados mais importantes nos trabalhos aplicados são: dados de corte transversal, dados de séries de tempo, cortes transversais agrupados e dados de painel (ou longitudinais).

Os dados de corte transversal “analisam dados de indivíduos em um determinado ponto no tempo” (Wooldridge, 2006). Por exemplo, as notas de diversos alunos de várias escolas no ano 2010, ou a quantidade de cada título de ação negociada em bolsa de valores em outubro de 1929. Como Wooldridge (2006) salienta, nem sempre os dados coletados referem-se a tempos exatamente iguais – as notas podem ser de novembro ou dezembro, de acordo com a escola; os títulos negociados variam durante os dias – entretanto, nestas situações, estas diferenças de tempo não são importantes, pois as variáveis de análise têm relevância considerando o período anual e mensal, respectivamente, para cada exemplo. Como no estudo desta monografia, as variáveis

serão estudadas ao longo de vários anos, a estrutura de dados de corte transversal não é adequada.

Já os dados de séries de tempo, também chamados de séries temporais, são “observações sobre uma ou muitas variáveis ao longo do tempo” (Wooldridge, 2006). Nesta estrutura, dados de séries anuais, mensais, semanais, diárias, etc., são apresentados em ordem cronológica, pois sua ordenação pode trazer informações bastante importantes. Apesar de os dados de *CPI*, *IDE* e *IPE*, as variáveis mais importantes deste modelo, serem apresentados anualmente, os modelos de séries temporais não são apropriados a este trabalho, haja vista que em séries temporais, os dados não são trabalhados ao longo do tempo para *cada* um dos membros do corte.

Outra forma de agrupamento de dados é feita nos modelos de cortes transversais agrupados e em modelos de dados de painel. Estas citadas estruturas de dados têm características de corte transversal e de séries de tempo (Wooldridge, 2006). Os modelos de cortes transversais agrupados são compostos pelos conjuntos de dados de variáveis representadas por indivíduos que não necessariamente se repetem ao longo dos períodos. Já nos modelos de painel de dados, os indivíduos pesquisados são sempre os mesmos – e essa é a principal diferença entre estes dois agrupamentos de dados.

Se, por exemplo, forem estudados os gastos familiares com educação, saúde, transporte e habitação para diversas famílias ao longo de alguns anos, estes dados seriam apresentados em cortes transversais agrupados se em cada pesquisa não houvesse continuidade das famílias pesquisadas. Por outro lado, se as mesmas famílias fossem sempre o objeto da pesquisa, os dados seriam longitudinais, isto é, se apresentariam num modelo de painel de dados.

Como neste estudo a análise é realizada sem mudança dos indivíduos pesquisados, será utilizado um modelo de painel de dados. Tais modelos podem ser *pooled*, estimados com efeitos fixos, ou estimados com efeitos aleatórios.

O maior problema de dados em *cross-section* é a presença de heteroscedasticidade – isto é, a variância dos resíduos da regressão não é constante (GUJARATI, 2005). A próxima seção apresenta os modelos de dados em painel.



### 4.1.1 O Modelo *Pooled*

Nos modelos *pooled*, a estimação é feita assumindo que todos os parâmetros são comuns para todos os indivíduos. Neste caso, há homogeneidade na parte constante e no declive, como está apresentado a seguir:

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + u_{it} \quad (1)$$

### 4.1.2 O Modelo de Efeitos Fixos

Nos modelos com efeitos fixos, a estimação é feita assumindo que a heterogeneidade dos indivíduos se capta na parte constante, e, por isso, é diferente de indivíduo para indivíduo:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + u_{it} \quad (2)$$

O modelo é chamado de efeitos fixos, pois a inclinação de cada variável independente será a mesma para todas as *cross sections*. É por isso que se afirma que no modelo de efeitos fixos, há heterogeneidade na parte constante e homogeneidade nos coeficientes angulares. Como a constante  $\alpha_i$  é diferente para cada indivíduo, ela capta as diferenças entre os países que não variam no curto prazo, como extensão do território, idioma, recursos naturais, distância em relação a outros países, etc. "Usar efeitos fixos é a mesma coisa que permitir um intercepto para cada observação" (Wooldridge, 2006, p. 445)

### 4.1.3 O Modelo de Efeitos Aleatórios

Já os modelos com efeitos aleatórios são estimados com a heterogeneidade dos indivíduos no termo de erro:

$$y_{it} = \beta_1 x_{it} + v_{it} \quad (3)$$

Em que

$$v_{it} = \alpha_i + u_{it} \quad (4)$$

Nos modelos com efeitos aleatórios, a constante é um parâmetro aleatório não observável. Nestes modelos, as diferenças dos indivíduos são captadas pelos termos de erro. O que é importante de se perceber é que, neste caso,  $\alpha_i$  deixa de ser considerado uma constante fixa para receber tratamento de uma variável aleatória (WOOLDRIDGE, 2006).

Assim, pode-se afirmar que a principal diferença entre os dois tipos de modelo é a forma como se captam as diferenças entre as *cross sections*. Quando o modelo é de efeitos fixos, as diferenças são captadas na parte constante, pois há uma correlação entre  $\alpha_i$  e as variáveis explicativas. Já quando o modelo é de efeitos aleatórios, as diferenças entre as *cross sections* são captadas pelo termo de erro – afinal, neste caso, não existe correlação entre a constante e as regressoras.

#### 4.1.4 A Escolha Entre o Modelo de Efeitos Fixos e o Modelo de Efeitos Aleatórios

Desse modo, a definição de qual tipo de estimação deve ser feita – se randômica ou fixa – é de suma importância. Wooldridge afirma que:

Na leitura de trabalhos aplicados, é possível descobrir que os autores decidem entre efeitos fixos ou aleatórios com base em se os  $a_i$  (...) são melhor entendidos como parâmetros a serem estimados ou como resultados de uma variável aleatória. Quando não podemos considerar as observações como extrações aleatórias de uma grande população (...), frequentemente é racional pensar em  $a_i$  como parâmetro a estimar, caso em que usamos os métodos dos efeitos fixos." (Wooldridge, 2006, p. 445)

Nos casos em que se decide tratar cada  $a_i$  como uma variável aleatória, é importante definir se elas são ou não relacionadas às variáveis explicativas. Sobre isso, Wooldridge afirma:

Algumas vezes as pessoas acreditam erroneamente que, ao assumir que  $a_i$  é aleatório significa automaticamente que o uso de efeitos aleatórios é a estratégia de estimação mais apropriada. Se [grifo do autor] pudermos assumir que os  $a_i$  não são correlacionados com todos os  $x_{it}$ , o método dos efeitos aleatórios será apropriado. Entretanto, se os  $a_i$  forem correlacionados com algumas variáveis explicativas, o método dos efeitos fixos (...) será necessário; se efeitos aleatórios for utilizado, os estimadores serão, geralmente, inconsistentes. (Wooldridge, 2006, p. 445)

Para definirmos se há ou não correlação entre  $a_i$  e as variáveis explicativas, é utilizado o Teste de Hausman, que se apresenta da seguinte forma:

$$H_0 : Cov(a_i, X_{it}) = 0$$

$$H_A : Cov(a_i, X_{it}) \neq 0$$

Neste teste, a hipótese  $H_0$  é de que não há correlação entre  $a_i$  e  $x_{it}$ . Em caso de se aceitar a hipótese nula, deve-se utilizar o modelo de efeitos aleatórios, por mínimos quadrados generalizados (*Generalized Least Squares – GLS*). Se  $H_0$  for rejeitada, é utilizado o modelo de efeitos fixos, por regressão das variáveis *dummy* (*Least Square Dummy Variable – LSDV*). (WOOLDRIDGE, 2006). Além disso, é importante frisar que

os modelos elaborados em painel de dados, por envolverem dados longitudinais e temporais, têm maior tendência a apresentarem heterocedasticidade e autocorrelação.

Existe heterocedasticidade em um modelo quando as variâncias dos erros não são constantes. Gujarati (2005) relaciona como problemas resultantes da heterocedasticidade, o fato de que os estimadores de mínimos quadrados tornem-se ineficientes e que as estimativas das variâncias ficam viesadas, o que invalida os testes de significância. Já autocorrelação ocorre quando um dos termos de erro ( $u_i$ ) em um período de tempo  $t$  é correlacionado aos outros termos de erro. (GUJARATI, 2006)

Dado o problema da heterocedasticidade, o modelo a ser estimado adota a correção dos desvios padrões de *White*, que a diminui sensivelmente. De acordo com Yaffe, (2003), os problemas de heterocedasticidade são decorrentes das diferenças de grupos das *cross sections*.. Por isso, afirma que

"muitas vezes levando as médias do grupo pode remover heterocedasticidade. O uso de um estimador de covariância consistente com heterocedasticidade de *White* em modelos de MQO em efeitos fixos pode produzir erros-padrão robustos à variação desigual ao longo da linha do previsto (Greene, 2002; Wooldridge, 2002)."

(YAFFE, 2003, p. 08, tradução livre<sup>14</sup>)

Dessa forma, a correção de *White* será utilizada, a fim de minimizar a heterocedasticidade do modelo.

## 4.2 A Formulação dos Modelos para IDE e IPE

Esta seção apresentará a formulação dos dois modelos de painel de dados: um para o Investimento Direto Externo e outro para o Investimento de Portfólio Externo. Inicialmente, são apresentadas as variáveis que compõem, independentemente, cada modelo, além do *CPI*. A opção por um modelo que não inclui variáveis nominais pode ser justificada pelo fato de que a principal variável real (isto é, não sofre efeito da

---

<sup>14</sup> "Often taking group means can remove heteroskedasticity. The use of a White heteroskedasticity consistent covariance estimator with ordinary least squares estimation in fixed effects models can yield

variação dos preços). Pode-se argumentar, ainda, que o investimento externo, principalmente com dados anuais, é uma decisão que considera preponderantemente variáveis mais estruturais ou fundamentais da economia, dadas, portanto, pelo setor real.

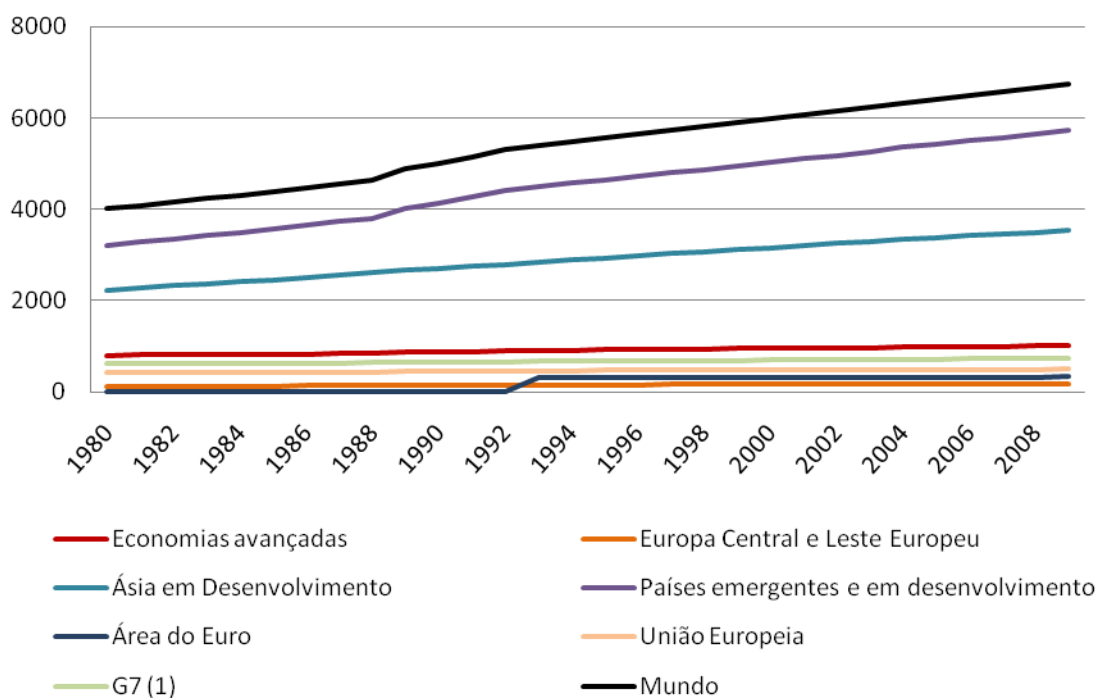
#### 4.2.1 As Variáveis dos Modelos

As características comuns entre o IDE e o IPE são: a origem – o exterior, e o objetivo – o aumento de capital. Sem dúvida, tais pontos comuns não são suficientes para que estes regressivos tenham as mesmas variáveis explicativas.

Como explicado, o objetivo deste estudo é de mostrar a relação do *CPI* sobre o investimento estrangeiro. De fato, investidores recorrem a outras variáveis para a tomada de decisão de inversão de capital fora de seus países. Embora se espere que a corrupção esteja entre os fatores, não seria possível formular um modelo em que esta variável aparecesse como único – ou tampouco como principal determinante do IDE e do IPE. Nesse sentido, outras variáveis são importantes, apesar de não fazerem parte do foco principal deste trabalho.

Ambas as variáveis regressivas serão mensuradas com base em sua proporção ao PIB. É fato que os países com maiores PIBs recebem mais investimentos. A utilização da relação investimento estrangeiro sobre PIB objetiva expurgar essa tendência.

Para o modelo do IDE, a primeira variável considerada é o tamanho da população. Esta é uma importante forma de medir o tamanho do mercado de um país. Os dados para diferentes regiões e grupos de países estão apresentados na figura a seguir.



**Figura 8: População (em milhares de habitantes) de regiões ou grupos de países selecionados.**

Fonte: Adaptado de FMI (2010)

O tamanho da população é uma variável altamente relevante ao IDE, pois indica o tamanho do mercado em que o investidor irá entrar. Quanto maior a população, maior também poderá ser a quantidade de pessoas que poderiam consumir os bens ou serviços oferecidos pela nova empresa. Da mesma forma, em caso de ofertas de empregos que não exijam qualificação, populações grandes indicam abundância de mão-de-obra, provavelmente a um custo baixo se comparado ao de países desenvolvidos e menos populosos.

É importante, também incluir uma variável de economia internacional. A abertura comercial é uma importante medida quantitativa e bastante objetiva sobre o grau de liberalização e abertura de uma economia. A abertura comercial será medida de acordo com a fórmula a seguir:

$$abcom_{it} = \frac{(X_{it} + M_{it})}{Y_{it}} \quad (5)$$

Onde:

$abcom_{it}$  é a medida da abertura comercial do país  $i$  no ano  $t$ ,

$X_{it}$  é o total de exportações do país  $i$  para o mundo no ano  $t$ ,

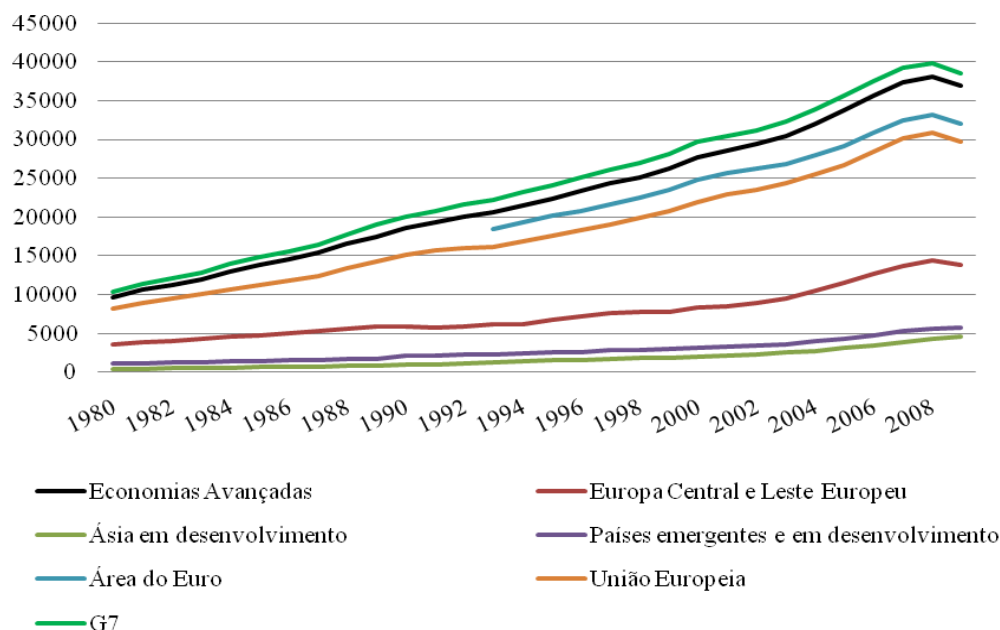
$M_{it}$  é o total das importações para o país  $i$  vindas do mundo no ano  $t$ ,

$Y_{it}$  é o PIB do país  $i$  no ano  $t$ .

Assim,  $abcom$  pode ser usada como uma medida da importância da economia internacional e do tamanho da abertura de um país ao comércio internacional de bens e serviços. Ao investidor direto, é possível que interesse a ele um país mais aberto, pois isso pode, por exemplo, significar mais facilidade para a importação de matéria prima e a exportação de parte da produção.

A última variável para o modelo de IDE é o *Corruption Perceptions Index*.

Já para o modelo de IPE, a primeira variável é a tradicional medida da renda média em uma dada economia, o Produto Interno Bruto (PIB) per capita. Já foi explicada a tendência de PIBs maiores atraírem mais IPE. Na verdade, esta tendência é fruto da correlação existente entre as variáveis. Por isso, será utilizado o PIB per capita. Como para cada país este fluxo é medido em unidades de diferentes moedas, é necessário utilizar os dados a partir de uma unidade de medida que os tornem comparáveis entre si com confiança. Por isso, são utilizados os dados do PIB na Paridade Poder de Compra (PPC), em dólares internacionais correntes. A utilização da PPC é importante, largamente difundida e aceita por cientistas econômicos como uma unidade de medida confiável. Dessa forma, optou-se pela utilização do PIB per capita, na PPC em dólares deflacionados pela inflação norte-americana. A figura 2 apresenta a evolução do PIB per capita para regiões ou grupo de países selecionados.



**Figura 9: Evolução do PIB per capita (na PPC em bilhões de dólares correntes) de regiões ou grupos selecionados**

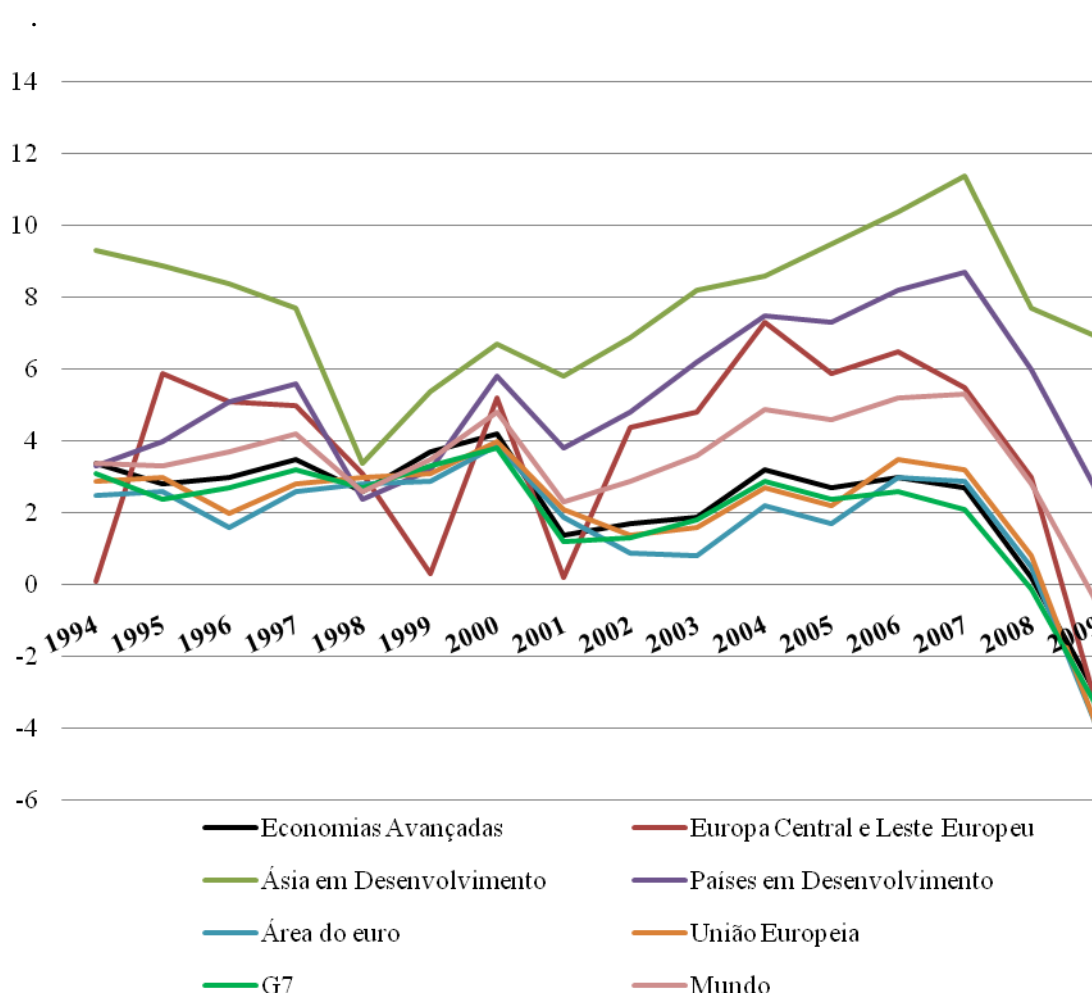
Fonte: Adaptada de FMI (2010)

A observação das figuras 1 e 2 em conjunto, evidencia que as regiões com maior PIB per capita são diferentes das com maiores populações. Nesse contexto, o investimento estrangeiro se constitui não só como uma forma de aumento de capital para as empresas, como uma forma de aumento de renda para os países com maiores populações, mas PIBs per capita inferiores.

A variação real anual do PIB está entre as variáveis de curto prazo mais importantes. É bastante coerente que a expectativa de crescimento de uma economia seja fundamental ao investidor, pois a partir da expectativa de crescimento do PIB, as empresas costumam estimar seu faturamento, suas vendas e, principalmente, seu lucro. Como foi largamente discutido, o IPE é um fluxo altamente instável e recebe grande influência de dados de curto prazo. Como os estímulos do investidor de portfólio externo são os dividendos e a valorização dos preços, nos casos das ações; e o juro, no caso dos títulos de dívida pública, o aumento do PIB é indispensável à tomada de decisão.

Embora o PIB seja constante no curto prazo, sua variação entre os anos pode ser considerável, como se vê na figura 11.





**Figura10: Variação do PIB (na PPC em bilhões de dólares correntes) de regiões ou grupos selecionados**

Fonte: Adaptada de FMI (2011)

Os países em desenvolvimento, notadamente os asiáticos, na maioria dos anos possuem as maiores taxas de crescimento do PIB.

Representados por azul claro, verde, laranja e preto, respectivamente, a área do euro, o G7, a União Europeia (UE) e as economias avançadas, têm taxas de crescimento bastante próximas – dado que a maior parte dos países da zona do euro fazem parte da UE e que o G7 é composto por países desenvolvidos. Vale lembrar que das *cross sections*, nenhuma está atualmente dentro da eurozona, embora se espere que em 2012 a Bulgária possa entrar, em 2013 a Letônia e a Lituânia, e em 2014, a Hungria e a Romênia.

Está claro que em 2008 e 2009, os grupos apresentados sofreram com a crise financeira internacional.

Novamente, é importante a utilização de dados de economia internacional. No caso do IPE, a abertura comercial de um país não tem grande relevância, pois o investidor não está interessado em importar ou exportar produtos e serviços, seu interesse reside em alocar seu capital da forma mais produtiva e segura possível. Por isso, serão utilizados os dados de reservas de ativos em relação ao PIB e variação da reserva de ativos.

A reserva de ativos é importante, pois é uma espécie de *colchão de liquidez*. Quanto mais reservas um país possui, maior é a garantia de que sua moeda é conversível. Para o investidor, não interessa investir em um lugar se posteriormente tiver dificuldades em converter a moeda local para a de seu país. Como no conjunto de países existem grandes diferenças entre o tamanho de cada economia, será utilizada a relação reservas em relação PIB na PPC deflacionado.

A variação de reservas, por sua vez, é importante porque é o saldo do Balanço de Pagamentos. A variação de reservas positiva é um indício importante do aumento da liquidez da moeda do país e da solubilidade de uma economia. Todavia, quando a variação é negativa, há indícios do enfraquecimento de uma economia. A variação de reservas positiva também pode ser um dos resultados de tentativas dos governos em acumular reservas, a partir do aumento de confiança internacional em suas economias.

Como se pôde observar nas figuras 3 e 4 (capítulo 2), a crise financeira provocou diminuição significativa dos fluxos de investimento de portfólio. Por isso, será incluída a variável *crise*, representada por 0 em todos os anos e todos os países, com exceção do ano de 2008.

O *Corruption Perceptions Index* é a variável derradeira a compor a estimação.

O quadro a seguir apresenta as variáveis dos modelos.

Variável	Tipo	Modelo	Unidade de medida	Fonte
IDE	Dependente	Modelo 1	US\$ bi deflacionados	FMI
IPE	Dependente	Modelo 2	US\$ bi deflacionados	FMI

População	Independente	Modelo 1	Milhões de pessoas	FMI
Abertura Comercial	Independente	Modelo 1	Percentual do PIB	FMI
PIB per capita	Independente	Modelos 2	Milhares de US\$ na PPC deflacionados	FMI
Variação do PIB	Independente	Modelo 2	Pontos percentuais	FMI
Reservas de Ativos sobre PIB	Independente	Modelo 2	US\$ mi	IFS/FMI
Variação de Reservas	Independente	Modelo 2	US\$ mi	FMI
Crise	Independente	Modelo 2	Binária	FMI
<i>CPI</i>	Independente	Modelos 1 e 2	Pontos	TI

**Quadro 3: As variáveis dos modelos**

Fonte: Unctad, FMI e TI (2010)

Elaborado pela autora.

Explicadas as variáveis, a próxima seção apresentará a análise preliminar, que indicará o sinal esperado de cada variável.

#### 4.2.2 Análise Preliminar

A análise preliminar objetiva antecipar os sinais dos coeficientes de cada variável regressora dos modelos.

Para o modelo de IDE, espera-se que uma população grande, a princípio, atraia IDE, pois a mão-de-obra local será mais barata. Além disso, como explicado, quanto maior a população de um país, maior deve ser seu mercado consumidor, o que atrai o investimento externo. Dessa forma, o sinal esperado da variável pop é positivo para o IDE.

A abertura comercial representa a importância de comércio exterior para a economia de um país. Conquanto as importações e exportações sejam registradas no Balanço de Pagamentos na conta de Transações Correntes e o investimento externo seja registrado na Conta Financeira, pode-se considerar que todos esses fluxos estão ligados à inserção econômica de um país na economia internacional. Neste sentido, países com maiores coeficientes de importação e exportação devem propiciar mais facilidades ao investidor estrangeiro, porque já possuem expertise nas relações econômicas internacionais: o mercado de câmbio deve ser mais eficiente, a população deve ter mais conhecimento de idiomas estrangeiros, já existe uma série de fatores que propiciam a entrada de capitais vindos de outros países. Além disso, quanto maior for este coeficiente, mais aberta é a economia real de um país. Neste sentido, investidores devem preferir economias mais abertas a economias mais fechadas. Por isso, no que concerne ao IDE, abertura comercial tende a atrair capital.

Dentre as variáveis do modelo de IPE, o PIB per capita é a primeira delas. Tal variável representa a renda média de cada cidadão de um país. Não se pode esperar, *a priori*, que investidores prefiram países com populações mais ou menos ricas – portanto, o sinal desta variável está indefinido.

A variação do PIB, como explicado, indica o crescimento de uma economia. Investidores devem preferir economias em rápido crescimento. Por isso, o sinal deve ser positivo.

As reservas de ativos em relação ao PIB e a variação de reservas são medidas da liquidez de uma economia e de sua variação, respectivamente. Assim sendo, é mais atrativo inverter capital em um país com muitas reservas – reservas internacionais aumentam a segurança do investidor, pois são sinais de esforço no acúmulo de divisas e indicam baixa probabilidade de moratória da dívida externa. Por isso, quanto mais reservas e quanto mais positiva for sua variação, mais recursos financeiros devem se recebidos.

A variável *crise* certamente terá um parâmetro com viés negativo, haja vista a diminuição dos fluxos de IPE no mundo todo.

A variável que deu origem a esta monografia, o *Corruption Perceptions Index*, como foi largamente explicado, representa um país menos corrupto quanto maior for seu índice. Embora pareça estranho, existem estudos que indicam tanto que corrupção pode ser algo positivo, como algo negativo a um país. Por isso, o sinal desta variável está indeterminado.

O quadro a seguir apresenta o sinal esperado de cada variável para os dois modelos:

<b>Variável</b>	<b>Representação</b>	<b>Sinal Esperado</b>
População	Pop	(+)
Abertura Comercial	Abcom	(+)
PIB per capita	Pibcap	Indeterminado
Variação do PIB	Varpib	(+)
Reservas de Ativos sobre o PIB	Respib	(+)
Variação de Reservas	<i>Varrres</i>	(+)
Crise	<i>Crise</i>	(-)
<i>Corruption Perceptions Index</i>	<i>CPI</i>	Indeterminado

**Quadro 4: Sinal esperado das variáveis dos modelos**

Fonte e elaboração: a autora.

Elaboração própria.

### 4.2.3 Resultados dos Modelos

Conforme mencionado, serão apresentados os modelos para o Investimento Direto Externo e para o Investimento de Portfólio Externo. Primeiramente, o modelo apresentado será para o IDE. Posteriormente, será apresentado o modelo para o IPE.

#### 4.2.3.1 O Modelo para o IDE

O Investimento Direto Externo será estimado em um modelo linear nos parâmetros e nas variáveis, de acordo com a função a seguir:

$$IDE_{it}/PIB_{it} = f(\text{POP}_{it}, \text{ABCOM}_{it}, \text{CPI}_{it})$$

A definição se tal modelo sera elaborado em efeitos fixos ou aleatórios é feita, como explicado, a partir do resultado do Teste de Hausman, apresentado a seguir.

**Tabela 4: Teste de Hausman para o modelo IDE/PIB**

Resumo do Teste	Estatística Chi Quadrado	Chi-Sq. gl.	Probabilidade
Teste nas cross sections	22.82125	3	0.0000

Elaborada pela autora

A partir deste resultado, pode-se concluir, com segurança, que o modelo mais adequado a ser utilizado é o de efeitos fixos.

Krugman (2006, p. 520) afirma que "Os países em desenvolvimento formam um grupo heterogêneo, sobretudo porque, nos últimos anos, muitos promoveram reformas econômicas de grande amplitude". Existem alguns fatores constantes no curto prazo que, sem dúvida, afetam a entrada de IDE – estes fatores serão expressos quantitativamente pelo efeito individual de cada país. Estes fatores podem ser a distância do país receptor

em relação aos países mais ricos, idioma, regime político, qualificação da mão-de-obra, políticas de apoio às exportações, impostos, disponibilidade de recursos naturais, vantagens comparativas na produção de determinados produtos, aglomerados locais.

A estimação foi feita com correção dos desvios de *White*, para corrigir heterocedasticidade, como a tabela a seguir apresenta.

**Tabela 5: Resultados do modelo para IDE/PIB**

<b>Variável</b>	<b>(1)</b>
<b>C</b>	<b>-0,149724**</b> (0,057693)
<b>POP</b>	<b>0,0000000177***</b> (0,0000000102)
<b>ABCOM</b>	<b>0,001329*</b> (0,00049)
<b><i>CPI</i></b>	<b>0,01704**</b> (0,006798)
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,456054</b>
<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>	<b>0,381225</b>
<b>Estatística F</b>	<b>6,094645</b>
<b>JB</b>	<b>13920,06</b>
<b>Observações</b>	<b>216</b>

Notas: \*, \*\*, \*\*\*, significantes a 1%, 5%, 10%, respectivamente  
Desvios padrão entre parêntesis.

Os modelos foram estimados com a correção de *White* para heterocedasticidade.

Elaborada pela autora

Os resultados estão de acordo com a teoria apresentada. Os investidores diretos preferem países com populações maiores, embora o coeficiente seja pequeno. Também há preferência por países mais abertos em comparação aos fechados. O *CPI* indica que países menos corruptos têm mais tendência em receber o capital externo para investimento direto. O próximo capítulo abordará os resultados em mais detalhes.

### 4.2.3.1 O Modelo para o IPE

Tal como feito para o Investimento Direto Externo, o modelo para o Investimento de Portfólio Externo foi estimado no software Eviews com correção de dos desvios de *White*. A próxima tabela apresenta os resultados para o Teste de Hausman.

**Tabela 6: Teste de Hausman para o modelo IPE/PIB**

Resumo do Teste	Estatística Chi Quadrado	Chi-Sq. gl.	Probabilidade
Teste nas cross sections	12,788090	6	0,046257

Elaborada pela autora

Novamente, considerou-se a existência de efeitos fixos sobre as *cross sections*. Cada país possui um sistema financeiro diferentemente desenvolvidos,, alguns consideravelmente mais confiáveis, empresas de tamanhos diferentes, governos com mais ou menos credibilidade quanto ao pagamento da dívida externa, maiores ou menores riscos de bruscas variações cambiais, históricos diferentes de inflação, além do risco país.

O modelo foi elaborado como segue:

$$IPE_{it}/PIB_{it} = f(PIBCAP_{it}, VARPIB_{it}, RESPIB_{it}, VARRES_{it}, CRISE, CPI_{it})$$

**Tabela 7: Os resultados do modelo para IPE/PIB**

Variável	(1)
C	<b>0,045560**</b> (0,021287)
Log(PIBPPC)	<b>-0,001562***</b> (0,000859)
VARPIB	<b>0,029657*</b> (0,009113)
RESPIB	<b>0,0000415***</b> (0,0000215)



<b>VARRES</b>	<b>0,0000327*</b> (0,00000749)
<b>CRISE</b>	<b>-0,010511*</b> (0,001052)
<b>CPI</b>	<b>-0,005369**</b> (0,002578)
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,267477</b>
<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>	<b>0,153267</b>
<b>Estatística F</b>	<b>2,341969</b>
<b>Jb</b>	<b>549,0852</b>
<b>Número de Observações</b>	<b>216</b>

Notas: \*, \*\*, \*\*\*, significantes a 1%, 5%, 10%, respectivamente  
Desvios padrão entre parêntesis.

Os modelos foram estimados com a correção de *White* para heterocedasticidade.  
Elaborada pela autora.

Os resultados apontam para três parâmetros com viés negativo: renda per capita, *CPI* e crise. Os dados indicam que os investidores de portfólio, dentre os países emergentes, têm preferência pelos países de renda média inferior, mas com rápido crescimento, ainda que tenham maior percepção de corrupção. Por outro lado, a crise internacional diminuiu claramente a entrada de investimento de portfólio – fruto de tal tipo de investimento reagir com muita força a expectativas de diminuição de PIB, por exemplo.

As reservas internacionais e sua variação, como esperado, atraem capital estrangeiro. A existência de tais reservas demonstra solidez e liquidez de uma economia. Além disso, o aumento de reservas indica melhora da posição internacional de um país, mais probabilidade do pagamento de sua dívida externa e, portanto, aumentam a segurança do investidor de portfólio.

A última variável, a crise internacional foi, sem dúvida, um fator que claramente diminuiu a entrada de investimento de portfólio nos países emergentes.

O próximo capítulo examina em mais detalhes os resultados.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este capítulo apresenta as conclusões desta monografia, na primeira seção e recomendações de estudo, na segunda seção.

### 5.1 Conclusão

Para a elaboração deste estudo, foi necessário revisar a teoria sobre o investimento estrangeiro. Assim, apresentadas as diferenças entre o Investimento de Portfólio Externo e o Investimento Direto Externo, seus determinantes foram analisados. Feito isso, o *Corruption Perceptions Index* foi mostrado como um índice eficiente de medida da percepção de corrupção e do nível institucional dos países. O cálculo e a metodologia do *CPI* foram detalhados, dado que este indicativo não é muito divulgado e conhecido no Brasil<sup>15</sup>. No capítulo anterior, foram apresentados modelos de painel de dados para os dois tipos de indicativos e esta seção buscará explicar os motivos de seus resultados.

A corrente institucionalista, como apresentada, deu subsídio aos modelos e à compreensão de seus resultados. As instituições dos países são importantes, pois moldam a forma como a sociedade se comporta e se produz. Uma vez que o país é institucionalmente saudável, há mais segurança para o investidor, em especial com relação à garantia de seu direito de propriedade privada, a um sistema judiciário eficiente, situação política democrática e estável e serviços públicos de qualidade. Em conjunto, as instituições são resultado da credibilidade do governo de um país e de seu compromisso com a sociedade.

A análise dos resultados indica que para o IDE, países com maiores populações são mais atrativos, pois populações grandes podem significar a expansão do mercado consumidor, como preço relativo da mão de obra consideravelmente mais barato. Tal

---

<sup>15</sup> Geralmente, os índices que não têm caráter financeiro apresentados pela mídia são o IDH e o Índice Gini, conquanto existam atualmente outros importantes indicadores da situação institucional dos países.

resultado está plenamente de acordo com os grandes fluxos de IDE recebidos por Índia e China, os dois países com as maiores populações do mundo. É sabido que a mão de obra nestes países possui um custo muito baixo, atraindo IDE. Assim sendo, países com grandes populações são boas opções de aumento de faturamento e redução de custos. No que concerne à abertura comercial, países mais abertos atraem mais investimento direto. O investidor externo pode desejar instalar uma fábrica de montagem de produtos: os componentes são importados de outros países, o produto é preparado e, em seguida, exportado.

O Índice que deu objetivo a este trabalho, o *Corruption Perceptions Index*; teve um parâmetro de coeficiente positivo (quanto maior o *CPI*, mais capital é atraído). Dessa forma, a literatura institucionalista, sobretudo a ênfase dada à corrupção, mostra sua relevância e aponta a uma conclusão lógica: a qualidade do nível institucional dos países influencia na tomada de decisão de inversão de grandes valores de capital em outros países. Isso provavelmente significa que, exatamente por seu objetivo de longo prazo, o investidor direto prefere países menos corruptos, o que lhe garante mais segurança. Por isso, é fundamental a existência de políticas que busquem combater a corrupção.

Os resultados para o Investimento de Portfólio Externo também foram estatisticamente significantes. O resultado para o PIB per capita indica preferência por países com menores rendas médias. Isto deve ser fruto de tais países possuírem menos capital – quanto menos capital, maior é sua eficiência marginal. Além disso, crescimento rápido é altamente atrativo ao capital internacional. Em conjunto com o baixo PIB per capita, tal efeito deve ocorrer por existir maior eficiência marginal do capital em países com menos capital acumulado (e menores rendas per capita). Ainda, é provável que a propensão marginal a poupar nestes países seja menor em relação ao mundo. Dessa forma, o pouco capital disponível leva a taxas de juros maiores. Como o país cresce rapidamente, as empresas também crescem – e seus dividendos aumentam. Os resultados para as reservas em relação ao PIB e sua variação são sinais da forte tendência por busca de proteção do IPE. Sempre que um país possui mais reservas, os riscos de inadimplência são menores, as dificuldades de conversibilidade da moeda também diminuem. O investidor de portfólio precisa estar seguro de que não perderá seu capital, por isso, preocupa-se com as reservas internacionais. O aumento de tais reservas indica sinal de saldo positivo no balanço de pagamentos, o que melhora ainda mais a posição internacional do país. Além disso, o saldo positivo do BP indica que o país é superavitário nas Transações Correntes (TC) e nas Contas Capital e Financeira, ou que os

superávits nas Contas Capital e Financeira são suficientemente grandes e cobrem o déficit em TC<sup>16</sup>. A crise financeira internacional, diminuiu a entrada de investimento de portfólio nos países emergentes. O aumento da incerteza, os riscos de *default*, estão entre os fatores que contribuem para esta implicação.

Os resultados para os efeitos da corrupção sobre IPE foram em direção contrária em comparação ao IDE. A explicação para este fato decorre do seguinte: investidores em carteira internacionais estão preocupados com a capacidade de pagamento dos países e com a possibilidade de crescimento de sua economia, mas não estão com seu nível de corrupção. Este dado seria surpreendente se fosse obtido para o IDE. Entretanto, para o IPE, tal fato não é. Por ser de curto prazo, o IPE não é constrangido pela corrupção. Países mais corruptos apresentam riscos maiores, aumento de risco é certamente acompanhado pelo aumento dos juros.

Conclui-se neste estudo que o Investimento Direto Externo em países emergentes, é sensível à corrupção, conquanto o IPE não o seja. Consequentemente, esforços pela diminuição da corrupção são importantes e podem aumentar a entrada de capital de longo prazo. É importante frisar que os esforços pelo aumento das reservas internacionais também são importantes, pois atraem capital. Nunca se poderia dizer que a existência de reservas causa corrupção e, assim, atrai IPE, ocorre que as reservas atraem IPE, apesar da corrupção.

Portanto, finda-se que baixa corrupção traz segurança ao investidor direto e o atrai. Da mesma forma, grandes reservas internacionais dão segurança ao investidor de portfólio e o atraem.

## 5.2 Recomendações de Estudo

Os dados deste trabalho se limitaram a apenas nove anos, pois somente a partir de 2001, o *CPI* começou a ser calculado. Assim, acredita-se que com uma base de dados

---

<sup>16</sup> Nesta explicação, a hipótese de saldo negativo nas Contas Capital e Financeira foi desconsiderada – como visto, os países emergentes recebem mais IPE do que enviam (os dados estão nas figuras 6 e 7 do Capítulo 2), da mesma forma, ocorre com o IDE.

mais extensa, seja possível fazer novas estimativas, mais precisas, com melhores indicadores para heterocedasticidade, por exemplo.

Além disso, estudar a influência das mesmas variáveis para todos os países do Oriente, ou do Ocidente, separadamente, pode trazer bons resultados, tendo em vista as diferenças culturais.

O *paper* de Melgar et. al. (2010), analisa os causadores de percepção de corrupção. Assim, trabalhar no sentido de compreender se as diferenças demográficas entre países resultam em diferenças significativas de percepção de corrupção deve resultar em dados interessantes

Por fim, é recomendável avaliar se a relevância das instituições na determinação dos países de origem do investimento externo. Uma pesquisa como essa possibilitaria entender porque os investidores diretos se preocupam com corrupção e os de portfólio não são sensíveis a ela.

## REFERÊNCIAS

ACEMOGLU, D. Root Causes: A Historical Approach To Assessing The Role Of Institutions In Economic Development. **Finance & Development**, June 2003.

AIDT, T. S. Corruption, institutions and development. **Oxford Review of Economic Policy**, Volume 25, Number 2, 2009, pp.271–291.

AMAL, M.; SEABRA, F., Determinantes do Investimento Direto Externo (IDE) na América Latina: Uma Perspectiva Institucional. **XXXIII Encontro ANPEC**, 2005. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2005/artigos/A05A076.pdf>>. Acesso em 15 jun 2010;

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas Explicativas sobre o Balanço de Pagamentos**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/ftp/inecon/NotasExplBPM5.pdf>> Acesso em 23 jan 2011.

BARBOSA, L. O. S.; MEURER, R. Determinantes do Investimento Estrangeiro em Carteira no Brasil de 1995 a 2009. **Anpec**, 2010. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2010/inscricao/arquivos/379-3aea02569b5db847df4f0ff590d26381>>. Acesso em 22 jan 2011.

BÉNASSY-QUÉRÉ, A.; COUPET, M.; MAYER, T., Institutional Determinants For Foreign Direct Investment. CEPII (Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales) **Working Paper** No 2005-05, 2005. Disponível em: <<http://www.cepii.fr/anglaisgraph/workpap/summaries/2005/wp05-05.htm>>. Acesso em 16 abr 2010.

BUCHSBAUM, P. **Frases geniais que você gostaria de ter dito**. 1ª edição, 2004, Ediouro, São Paulo.

BUSSE, M.; HEFEKER, C., Political Risk, Institutions and FDI. HWMA (Hamburg Institute of International Economics) **Discussion Paper** 315, 2005-04, 2005.

BUSSE, M.; GROIZARD, J. L., Foreign Direct Investment, Regulations and Growth. **World Bank Policy Research Working Paper** 3882, 2006-04, 2006. Disponível em: <<http://www.uib.es/depart/deaweb/webpersonal/jlgroizard/archivos/fdi.pdf>>. Acesso em 18 abr 2010.

CASTRO, Cláudio M. **A prática da pesquisa**. São Paulo: McGraw-Hill, 1978.

CORRÊA, G. de M., **Relação entre risco-país e bolsas de valores: O caso dos países emergentes**. 2009. Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas), UFSC, Florianópolis, 2009.

GUJARATI, D. **Econometria básica**. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

HERITAGE FOUNDATION. Disponível em:  
<[http://www.heritage.org/index/PDF/2010/Index2010\\_highlights\\_Portuguese.pdf](http://www.heritage.org/index/PDF/2010/Index2010_highlights_Portuguese.pdf)>

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Disponível em: <<http://www.imf.org>>. Acesso em 21 abr. 2010.

IQUIAPAZA, R.; AMARAL, H. Reflections on the Impact of Corruption on Economic Development: a literature review in the Brazilian Economy. MPRA Paper No. 1818, posted 07. November 2007 / 02:01. Disponível em: <[http://mpra.ub.uni-muenchen.de/1818/1/MPRA\\_paper\\_1818.pdf](http://mpra.ub.uni-muenchen.de/1818/1/MPRA_paper_1818.pdf)>. Acesso em 17 out 2010.

KAUFMAN, D; KRAAV A., LOBATÓN, P. Z.. From Measurement to Action. Working Paper. Disponível em:  
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/06/kauf.htm>> Acesso em 14 nov 2010.

KRUGMAN, P.; OBSTFELD, M. **Economia Internacional: Teoria e Política**. 6. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

GIL, A. C. **Técnicas de Pesquisa em Economia**. São Paulo, Atlas, 2008.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Legal Determinants of External Finance. National Bureau of Economic Research. **Working Paper** nº 5859. 1997. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5879.pdf>>. Acesso em 23 jan 2011.

MELGAR, N.; ROSSI, m; SMITH, T. W. The Perception of Corruption. **International Journal of Public Opinion Research**. Vol. 22 No. 1. Disponível em: <<http://ijpor.oxfordjournals.org>>. Acesso em 16 abr 2010.

NOBEL PRIZE. Disponível em:  
<[http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/1993/north-autobio.html](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1993/north-autobio.html)>. Acesso em 14 nov 2010

NORTH, D. Institutions. **Journal of Economic Perspectives** - volume 5, number 1 Winter 1991 – P. 97 a 112.

NONNEMBERG, M. B., MENDONÇA, M. J. C. de, The Determinants Of Foreign Direct Investment In Developing Countries. **Anpec**, 2004. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A061.pdf>>. Acesso em 23 jan 2011.

NUNNENKAMP, P., Determinants of FDI in Developing Countries: Has Globalization Changed the Rules of the Game? **Kiel Working Paper** nº 22, 2002. Disponível em: <<http://www.ifw-members.ifw-kiel.de/publications/determinants-of-fdi-in-developing-countries-has-globalization-changed-the-rules-of-the-game/kap1122.pdf>>. Acesso em 23 jan 2011.

OECD. **Oecd Benchmark Definition Of Foreign Direct Investment**. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/10/16/2090148.pdf>>. Acesso em 25 ago 2010.

PEREIRA, C. S., **Investimento Direto Externo em Economias Emergentes: O papel das instituições em uma abordagem gravitacional**. 2009. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós Graduação em Economia, UFSC, Florianópolis, 2009.

PERSON. Do political institutions shape economic policy? **Econometrica**, Vol. 70, No. 3(May, 2002), 883-905. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2692302>>. Acesso em 16 abr 2010.

RODRIK, D; SUBRAMANIAN, A. The Primacy of Institutions (and what this does and does not mean) **Finance & Development** June 2003. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/eco02237/rodrik-subramanian-2003.pdf>>. Acesso em 16 abr 2010.

SANTOS, T. T. dos, **Determinantes do Investimento de Portfólio da União Européia: Uma Abordagem Gravitacional**. 2009. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Economia, UFSC, Florianópolis, 2009.

SEABRA, F., FORMAGGI, L. e FLACH, L. **O papel das instituições no desenvolvimento econômico**. In: W. Barral e L. O. Pimentel, Teoria Jurídica e Desenvolvimento. Florianópolis: Fundação Boiteux, 2006 p.71-86.

TRANSPARENCY INTERNATIONAL. Disponível em: <<http://www.transparency.org>>. Acesso em 21 abr. 2010.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. Disponível em: <<http://www.unctad.org>>. Acesso em 22 abr. 2010.

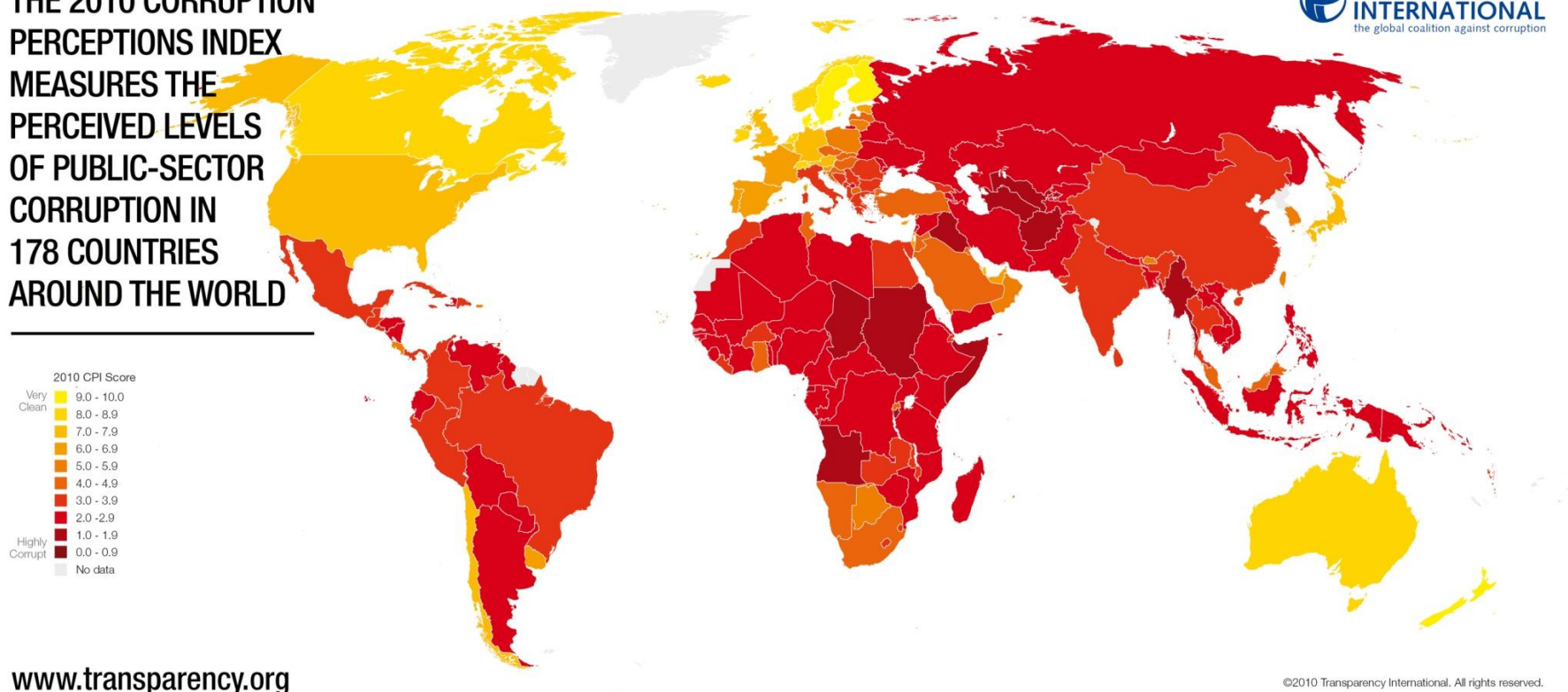
WOOLDRIDGE, J.M. **Introdução à econometria: Uma abordagem moderna**.1. ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

YAFFE, R. A Primer for Panel Data Analysis. **Connect Information Technology at NYU**. Fall 2003 Edicion. Disponível em: < [www.nyu.edu/its/pubs/connect/fall03/](http://www.nyu.edu/its/pubs/connect/fall03/)>. Acesso em 09 nov 2010.



## ANEXO A

THE 2010 CORRUPTION PERCEPTIONS INDEX MEASURES THE PERCEIVED LEVELS OF PUBLIC-SECTOR CORRUPTION IN 178 COUNTRIES AROUND THE WORLD



**Figura 11: O *Corruption Perceptions Index* 2010 em países no mundo.**

Fonte e elaboração: *Transparency International* (2010)

## APÊNDICE A

**Tabela 8: Estatísticas Descritivas do Modelo do IDE**

	<b>FDIPIB</b>	<b>ABCOM</b>	<b>POP</b>	<b>CPI</b>
<b>Média</b>	0,022457	80,65653	77107,23	3,736111
<b>Mediana</b>	0,013521	6,308	23210,5	3,6
<b>Máximo</b>	0,37889	211,66	1199062	7,5
<b>Mínimo</b>	-0,03157	21,87	1,34	1,9
<b>Desvio-padrão</b>	0,03886	4,531309	199384,1	1,270155
<b>Assimetria</b>	6,192841	0,968367	4,661014	0,969988
<b>Curtose</b>	5,106995	3,126485	24,56109	3,740918
<b>Jarque Bera</b>	22177,13	3,390,246	4966,028	38,81222
<b>P-valor</b>	0	0	0	0
<b>Soma</b>	4,850,725	17421,81	16655161	807
<b>Soma dos desvios</b>	0,324663	441454,4	8,55E+12	346,8583
<b>Observações</b>	216	216	216	216

Fonte e elaboração: a autora.

## APÊNDICE B

**Tabela 9: Estatísticas Descritivas do Modelo do IPE**

	<b>FPIPIB</b>	<b>PIBCAP</b>	<b>VARPIB</b>	<b>RESPIB</b>	<b>VARRES</b>	<b>CRISE</b>	<b>CPI</b>
<b>Média</b>	0,004212	3653780	0,068313	2,911922	16,84833	0,111111	3,736111
<b>Mediana</b>	0,003787	1963214	0,075864	0,005412	2,230000	0	3,600000
<b>Máximo</b>	0,055205	9992877	0,219785	159,3714	479,5500	1,00000	7,500000
<b>Mínimo</b>	-0,06162	13964	-0,1834	0,000394	-38,92000	0	1,900000
<b>Desvio-padrão</b>	0,013577	3136291	0,059446	18,60839	61,67511	0,315	1,270155
<b>Assimetria</b>	-0,62066	0,705589	-1,396518	6,970173	5,667563	2,474874	0,969988
<b>Curtose</b>	10,17204	1,917,533	6,299140	52,75012	37,46634	7,125000	3,740918
<b>Jarque Bera</b>	476,8110	28,46843	1,681684	24024,67	11847,72	373,6406	38,81222
<b>P-valor</b>	0	0,000001	0	0	0	0	0
<b>Soma</b>	0,909712	7,89E+08	14,75557	628,9752	3639,240	24,00000	807,0000
<b>Soma dos desvios</b>	0,039634	2,11E+15	0,759784	74448,51	817821,2	21,33333	346,8583
<b>Observações</b>	216	216	216	216	216	216	216

Fonte e elaboração: a autora.

## APÊNDICE C

**Tabela 10: Multicolinearidade entre as variáveis (IDE)**

	<b>FDIPIB</b>	<b>POP</b>	<b>ABCOM</b>	<b>CPI</b>
<b>FDIPIB</b>	1,000000			
<b>POP</b>	-0,13425	1,000000		
<b>ABCOM</b>	0,36702	-0,25996	1,000000	
<b>CPI</b>	0,361533	-0,18974	0,440801	1,000000

Fonte e elaboração: a autora.

## APÊNDICE D

Tabela 11: Multicolinearidade entre as variáveis (IPE)

	<b>FPIPIB</b>	<b>PIBCAP</b>	<b>VARPIB</b>	<b>RESPIB</b>	<b>VARRES</b>	<b>CRISE</b>	<b>CPI</b>
<b>FPIPIB</b>	1,000000						
<b>PIBCAP</b>	-0,09511	1,000000					
<b>VARPIB</b>	0,119657	0,001935	1,000000				
<b>RESPIB</b>	0,023398	-0,05783	-0,00748	1,000000			
<b>VARRES</b>	0,021061	0,054691	0,205751	0,284906	1,000000		
<b>CRISE</b>	-0,24268	-0,0672	0,021804	0,064874	0,024396	1,000000	
<b>CPI</b>	0,080790	-0,16963	-0,09332	0,021381	-0,07608	0,027125	1,000000

Fonte e elaboração: a autora.

## APÊNDICE E

**Tabela 12: Efeitos fixos no modelo de IDE/PIB**

<i>Cross section</i>	País	Efeitos Fixos Individuais	Efeitos Fixos
1	Argentina	0,056322	-0,0934
2	Brasil	0,062410	-0,08731
3	Bulgária	-0,02286	-0,17258
4	Chile	-0,03118	-0,1809
5	China	0,024969	-0,12476
6	Colômbia	0,056102	-0,09362
7	Estônia	-0,09625	-0,24597
8	Hungria	-0,02625	-0,17597
9	Índia	0,036662	-0,11306
10	Indonésia	0,034074	-0,11565
11	Letônia	-0,02956	-0,17928
12	Lituânia	-0,06657	-0,21629
13	Malásia	-0,18585	-0,33557
14	México	0,030544	-0,11918
15	Paquistão	0,063139	-0,08659
16	Peru	0,046661	-0,10306
17	Filipinas	-0,01504	-0,16476
18	Romênia	0,024245	-0,12548
19	Rússia	0,047337	-0,10239
20	África do Sul	-0,0011	-0,15082
21	Tailândia	-0,0745	-0,22422
22	Turquia	0,032233	-0,11749
23	Ucrânia	-0,01428	-0,164
24	Venezuela	0,048714	-0,10101

Fonte e elaboração: a autora.

## APÊNDICE F

**Tabela 13: Efeitos fixos no modelo de IPE/PIB**

<i>Cross Sections</i>	<b>País</b>	<b>Efeitos individuais</b>	<b>Efeito final</b>
1	Argentina	-0,0178	0,02776
2	Brasil	0,003409	0,048969
3	Bulgária	-0,00629	0,03927
4	Chile	0,021199	0,066759
5	China	-0,01278	0,03278
6	Colômbia	0,001889	0,047449
7	Estônia	0,007770	0,05333
8	Hungria	0,020537	0,066097
9	Índia	-0,00616	0,0394
10	Indonésia	-0,00582	0,03974
11	Letônia	0,002460	0,04802
12	Lituânia	0,012698	0,058258
13	Malásia	0,004682	0,050242
14	México	-0,00265	0,04291
15	Paquistão	-0,01096	0,0346
16	Peru	0,004937	0,050497
17	Filipinas	-0,00367	0,04189
18	Romênia	-0,00406	0,0415
19	Rússia	-0,01248	0,03308
20	África do Sul	0,015449	0,061009
21	Tailândia	-0,00078	0,04478
22	Turquia	0,002267	0,047827
23	Ucrânia	-0,00504	0,04052
24	Venezuela	-0,0088	0,03676

Fonte e elaboração: a autora