

Avaliação das Reformas para Fomentar o Investimento Estrangeiro Direto no Brasil



INSTITUTO ESFERA DE ESTUDOS E INOVAÇÃO

ESFERA PESQUISA Nº 06

AVALIAÇÃO DAS REFORMAS PARA FOMENTAR O INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO NO BRASIL

José Luiz Rossi Júnior

Possui graduação em engenharia elétrica pela Universidade Estadual de Campinas (1995), mestrado em Economia pela Fundação Getúlio Vargas - RJ (1998) e doutorado em Economia - Yale University (2005). Atuou como pesquisador no IPEA, economista no Banco Itaú e professor associado em tempo integral - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa. Atualmente, é Professor Titular e coordenador acadêmico.

RESUMO

O presente estudo tem como objetivo principal analisar a relevância de fatores econômicos e institucionais na dinâmica do Investimento Estrangeiro Direto (IED), com ênfase no caso brasileiro. Para tanto, são realizadas diversas análises econométricas acerca dos determinantes do ingresso de IED, bem como uma discussão sobre políticas públicas voltadas à ampliação da atração de capital externo ao país. Os resultados indicam que, em um painel de países, o tamanho do mercado, a taxa de câmbio, o grau de abertura comercial e o nível de governança, incluindo a estabilidade política, o respeito ao Estado de Direito, a eficiência governamental e a qualidade regulatória — são fatores decisivos para a atração de capital estrangeiro. No caso específico do Brasil, o estudo demonstra que tanto fatores domésticos quanto externos exercem influência significativa sobre a entrada de capitais. O crescimento do PIB, uma taxa de câmbio mais apreciada, maior abertura ao comércio internacional, estabilidade macroeconômica e um mercado financeiro mais desenvolvido — com melhor acesso ao crédito — constituem elementos fundamentais para a atração de investidores internacionais. Além disso, um cenário externo favorável, especialmente em contextos de aquecimento dos mercados acionários globais, também contribui para o aumento do fluxo de capitais ao país.

Palavras-Chave: Investimento Direto; Fluxo de capitais; Brasil; Reformas

INTRODUÇÃO

O crescimento da economia brasileira tem se caracterizado por uma elevada volatilidade, especialmente nas últimas décadas. Após um período de rápida expansão entre o final dos anos 1960 e grande parte da década de 1970 — conhecido como o "milagre econômico"—, o país não conseguiu sustentar tal dinamismo. Na década de 1980, a crise da dívida externa precipitou uma acentuada desaceleração, marcando o que ficou conhecido como a “década perdida”. O crescimento foi retomado de forma modesta nas décadas de 1990 e 2000, mas voltou a perder fôlego nos anos 2010, quando o Brasil registrou sua expansão mais fraca em mais de um século. A profunda contração econômica provocada pela pandemia de COVID-19, em 2020, reduziu a taxa média de crescimento da década para apenas 0,28%, situando-a abaixo do patamar observado durante a década de 1980. Mesmo na ausência da pandemia, o desempenho teria sido modesto: entre 2010 e 2019, a taxa média anual de crescimento do PIB foi de apenas 0,76%.

Com o intuito de compreender as causas estruturais do baixo crescimento econômico, o Produto Interno Bruto (PIB) pode ser decomposto em três componentes principais: a produtividade total dos fatores (PTF), o capital físico e a força de trabalho. Entre esses, os indicadores de produtividade agregada apresentaram desempenho especialmente fraco nas últimas décadas, sugerindo que os entraves ao crescimento no Brasil são de natureza profunda e persistente. A PTF, que reflete a eficiência com que os insumos são combinados na produção, sofreu queda expressiva na década de 1980, registrando uma taxa média de crescimento anual negativa de 0,6% entre 1981 e 1990. Na década de 1990, o crescimento da produtividade tornou-se levemente positivo, com média anual de 0,1%, período em que diversos estudos atribuíram à abertura comercial um papel relevante na recuperação parcial da eficiência produtiva. Durante os anos 2000, a PTF ainda permanecia abaixo do patamar observado no início da década de 1980, embora sua taxa de crescimento tenha se acelerado, alcançando uma média anual de 1,5%. Contudo, essa trajetória não se sustentou: na década de 2010, a produtividade voltou a apresentar desempenho negativo, com uma taxa média de -0,1% ao ano. O declínio foi particularmente acentuado durante a recessão de 2014–2016, quando a PTF contraiu-se a uma taxa próxima de 1,0% ao ano. Em 2019, a produtividade total dos fatores era apenas 15% superior ao nível observado no início dos anos 1980,

evidenciando um crescimento acumulado bastante modesto ao longo de quase quatro décadas.

De modo geral, a evolução do capital físico foi a principal responsável pelo crescimento econômico brasileiro em praticamente todos os períodos desde 1948, com exceção da década de 2000–2010, quando o aumento da força de trabalho — impulsionado pelo bônus demográfico assumiu papel de destaque. Os ganhos de produtividade, por sua vez, jamais ocuparam uma posição central como motor do crescimento no país. Em nenhum período a produtividade total dos fatores foi o principal determinante da expansão econômica. Pelo contrário, parte significativa da desaceleração verificada nas décadas de 1980 e 2010 pode ser atribuída ao declínio da produtividade, o que contribuiu para um crescimento econômico persistentemente baixo. Os motores de crescimento que sustentaram a expansão do Brasil no passado, contudo, estão se esgotando. O bônus demográfico chegou ao fim em 2018, quando a proporção de pessoas em idade ativa na população total começou a diminuir (Velloso et al., 2020). Essa tendência deverá se acentuar nos próximos anos, ampliando a carga demográfica sobre o sistema produtivo e previdenciário. Adicionalmente, as razões investimento/PIB e poupança/PIB têm se mantido estagnadas, situando-se em níveis insuficientes para sustentar taxas elevadas de crescimento no longo prazo. Estimativas indicam que a manutenção de uma taxa média de crescimento econômico anual de 5,1% exigiria um investimento da ordem de 22% do PIB ao ano. Para cada ponto percentual adicional na taxa de investimento, a taxa de crescimento do PIB aumentaria, em média, em 0,4 ponto percentual (Bonelli e Bacha, 2011).

Nesse contexto, a geração de um crescimento econômico robusto dependerá da implementação de um conjunto abrangente de reformas estruturais voltadas à elevação sustentada da produtividade. A literatura especializada identifica diversos canais por meio dos quais essas reformas impactam positivamente a produtividade, destacando-se: a ampliação da abertura comercial, o aprimoramento do ambiente institucional e regulatório, a melhoria na eficiência alocativa dos recursos produtivos, o fortalecimento do capital humano e a racionalização do setor público. Tais medidas têm o potencial de elevar o crescimento potencial da economia.

O objetivo deste texto é analisar se, além de fomentar um impulso à atividade econômica, essas reformas exercem um impacto sobre a atratividade do país ao investimento estrangeiro direto. A maior promoção na entrada de capitais externos pode contribuir isoladamente ao aumento da

produtividade. Diante das restrições fiscais persistentes, da baixa taxa de poupança doméstica e da estagnação do investimento público e privado em setores estratégicos, o investimento estrangeiro direto (IED) desponta como uma alternativa relevante para impulsionar o crescimento econômico brasileiro. O IED tem o potencial não apenas de ampliar o estoque de capital físico do país, mas também de contribuir para o aumento da produtividade por meio da introdução de novas tecnologias, da modernização de processos produtivos e da difusão de boas práticas gerenciais. Além disso, o IED pode desempenhar um papel central na expansão da infraestrutura econômica e social, especialmente em contextos nos quais os recursos públicos são escassos e a capacidade estatal de planejamento e execução de projetos de longo prazo é limitada. Em setores como energia, transportes, saneamento, telecomunicações e logística, a participação de investidores estrangeiros tem se mostrado fundamental para suprir lacunas históricas de financiamento, melhorar a qualidade dos serviços e ampliar a conectividade econômica do território nacional. Em um cenário marcado pela intensificação dos compromissos ambientais e pela crescente exigência por investimentos sustentáveis, o capital estrangeiro também pode desempenhar um papel relevante na transição para uma economia de baixo carbono. O Brasil, por suas vantagens comparativas em recursos naturais e pelo potencial de liderar a agenda da bioeconomia e das energias renováveis, encontra-se em posição estratégica para atrair fluxos de IED voltados à infraestrutura verde.¹

O investimento estrangeiro direto (IED) também pode desempenhar papel fundamental na inserção do Brasil nas cadeias globais de valor (CGVs). A integração produtiva internacional é amplamente reconhecida como um vetor de crescimento da produtividade e sofisticação tecnológica, particularmente em economias em desenvolvimento. Urata e Baek (2022) mostram que a participação em CGVs está positivamente associada ao desempenho das firmas, destacando que empresas japonesas inseridas em redes globais de produção são sistematicamente mais produtivas do que aquelas que operam apenas em mercados domésticos. Ademais, quanto maior o tempo de permanência nas cadeias globais, mais robustos

1. Estima-se que uma maior inserção internacional represente entre 32% e 39% do crescimento acumulado do PIB per capita da América Latina entre 1990 e 2010 (Mesquita Moreira, Li e Merchán, 2019)

tendem a ser os ganhos de produtividade. No caso brasileiro, a inserção nas CGVs ainda é limitada. Embora o país tenha registrado crescimento expressivo no valor agregado doméstico incorporado às exportações brutas desde 1995, o grau de envolvimento internacional permanece reduzido. Hollweg e Rocha (2018) evidenciam que o Brasil participa de forma menos intensa e diversificada das CGVs quando comparado a outras economias emergentes. Em linha com esse diagnóstico, relatório da Confederação Nacional da Indústria (CNI, 2021) classifica a posição brasileira nas cadeias globais como frágil, ainda que a pandemia da COVID-19 tenha criado janelas de oportunidade para reconfiguração de fluxos produtivos internacionais. De fato, a busca por maior resiliência nas cadeias de suprimento tem levado a uma tendência de realocação produtiva (nearshoring e friendshoring), com impactos relevantes sobre os padrões de comércio internacional. A McKinsey (2021) estima que entre 16% e 26% das exportações globais — o equivalente a valores entre US\$ 2,9 e US\$ 4,6 trilhões — podem ser redirecionadas, seja para produção doméstica, seja para novos parceiros comerciais, impulsionadas por fatores econômicos, estratégicos e geopolíticos. Nesse contexto, políticas mais ativas de atração de IED, associadas a uma maior abertura comercial e à melhoria do ambiente regulatório, são condições indispensáveis para que o Brasil aproveite essa reconfiguração em curso e amplie sua presença nas CGVs, gerando efeitos positivos sobre produtividade, emprego e inovação.

O presente estudo tem como objetivo principal analisar os determinantes do investimento estrangeiro direto (IED), adotando diferentes abordagens metodológicas. Em um primeiro momento, o trabalho realiza uma análise empírica dos fatores que influenciam a atração de IED para um painel de países, distinguindo a relevância relativa de determinantes econômicos e institucionais. Essa etapa visa compreender os elementos estruturais que tornam determinadas economias mais atrativas para o capital estrangeiro produtivo, a partir de evidências agregadas em nível internacional. Na sequência, o estudo volta-se especificamente para o caso brasileiro, com o intuito de investigar como choques econômicos afetam a entrada de investimentos estrangeiros na economia nacional. Ao combinar diferentes níveis de análise e um conjunto abrangente de determinantes do IED, o artigo busca avançar em relação à literatura existente, incorporando tanto uma perspectiva internacional comparada quanto uma avaliação aprofundada do contexto brasileiro. O uso de distintas metodologias econométricas, aplicadas a dados em painel e em séries de tempo, visa conferir robustez aos resultados e ampliar a compreensão dos fatores que condicionam os fluxos de investimento estrangeiro direto para o Brasil.

Os resultados indicam que o tamanho do mercado constitui um determinante relevante da entrada de capital externo, em função dos ganhos de escala associados. Adicionalmente, economias mais abertas ao comércio internacional e com taxas de câmbio mais apreciadas tendem a atrair maior volume de recursos externos. Aspectos institucionais relacionados à governança — como estabilidade política, eficiência governamental, qualidade regulatória e respeito ao Estado de Direito — também se mostram fatores cruciais na alocação de investimentos estrangeiros. No caso do Brasil, os achados empíricos corroboram esses resultados. O crescimento do PIB, a valorização cambial e a estabilidade macroeconômica — refletida por níveis de inflação mais baixos e previsíveis — e menor risco-país emergem como determinantes robustos da entrada de capital externo assim como um mercado financeiro mais desenvolvido com maior acesso ao crédito. Ademais, um ambiente internacional mais benigno também exerce papel relevante como impulsionador dos fluxos de investimento estrangeiro direto. Por fim, com base nos resultados obtidos, o estudo apresenta um conjunto de políticas públicas com potencial para ampliar a atração de capitais externos para a economia brasileira.

O estudo está organizado da seguinte forma: a Seção 2 apresenta uma revisão da literatura sobre os efeitos do investimento estrangeiro direto (IED) sobre a produtividade e discute os principais determinantes dos fluxos de capital estrangeiro. A Seção 3 descreve as metodologias econométricas empregadas na análise, detalhando as especificações dos modelos utilizados. A Seção 4 apresenta os dados e as variáveis consideradas no estudo, com destaque para as fontes e características dos painéis analisados. A Seção 5 discute os resultados empíricos obtidos, com ênfase nos determinantes do IED. A Seção 6 propõe recomendações de política voltadas à ampliação da atratividade do Brasil como destino de investimento estrangeiro direto. Por fim, a seção 7 conclui sugerindo pesquisas futuras.

REVISÃO DA LITERATURA

IED, CRESCIMENTO ECONÔMICO E PRODUTIVIDADE

A teoria econômica coloca a evolução da produtividade no centro das explicações para o crescimento econômico de longo prazo. Nesse contexto, a literatura tem se debruçado sobre diferentes políticas capazes de estimular ganhos de produtividade, destacando-se entre elas a atração de investimento estrangeiro direto (IED). O IED é frequentemente apontado como vetor de modernização tecnológica, difusão de boas práticas empresariais e integração das economias em cadeias globais de valor, todos fatores que contribuem para o aumento da produtividade total dos fatores. Diversos estudos empíricos corroboram essa hipótese, evidenciando que países com maior capacidade de atrair e absorver IED tendem a registrar maiores ganhos de eficiência e competitividade. Contudo, embora essa relação seja amplamente defendida, parte da literatura levanta ressalvas quanto à magnitude e à universalidade dos impactos positivos do IED sobre o crescimento econômico e a produtividade.²

A literatura empírica tem identificado uma relação positiva e estatisticamente robusta entre o investimento estrangeiro direto (IED) e o crescimento econômico. Borensztein, De Gregorio e Lee (1995) demonstram, a partir de uma amostra abrangente de países em desenvolvimento, que o IED tende a exercer efeitos positivos sobre o crescimento do PIB, desde que o país receptor possua um nível mínimo de capital humano que permita absorver eficientemente as tecnologias e práticas gerenciais trazidas pelas empresas estrangeiras. Os autores destacam, ainda, que o IED não substitui o investimento doméstico, mas o complementa: os resultados empíricos indicam que o IED estimula o investimento interno, afastando a hipótese de efeito crowding out entre capital estrangeiro e nacional.

2. Embora quase consensual, alguns autores contestam os efeitos positivos do IED sobre a produtividade e o crescimento. Sabir et al. (2019) identificam impactos negativos do IED sobre o desenvolvimento econômico, argumentando que a elevação das importações pode ampliar o déficit comercial e reduzir a atividade industrial. Arslan (2016) sugere que, apesar da aglomeração urbana favorecer a diversidade econômica, a concentração do IED em setores específicos pode enfraquecer essa diversidade. De forma semelhante, Wang et al. (2021) destacam que o direcionamento do IED para setores isolados pode gerar dependência excessiva e reduzir a concorrência, com efeitos adversos sobre o crescimento. No entanto, conforme discutido ao longo do presente estudo, essas conclusões são limitadas por restrições metodológicas e pela escassez de evidências empíricas robustas.

Balasubramanyam, Salisu e Sapsford (1996) argumentam que o IED pode acelerar o crescimento dos países receptores por meio da melhoria do comércio exterior e da garantia da estabilidade das variáveis macroeconômicas. Além disso, eles concluem que os fluxos de IED podem efetivamente impulsionar o crescimento econômico dos investimentos locais em economias em desenvolvimento que implementam políticas de promoção de exportações. Sadik e Bolbol (2001) examinaram que os fluxos de IED afetaram positivamente o crescimento do PIB e o investimento local em seis países árabes de 1978 a 1998. Além disso, Bengoa (2003) encontrou a associação positiva entre IED e PIB em 18 economias da América do Sul. Sokang (2018) examinou que o investimento estrangeiro direto teve um efeito favorável no crescimento da economia do leste asiático, examinando dados de 2006 a 2016. Akiri, Vehe e Ijuo (2016) determinaram o impacto positivo do IED no crescimento do PIB da Nigéria de 1981 a 2014.³

Especificamente para o Brasil, Carminati e Fernandes (2013) encontram que o IED exerce efeito positivo sobre o PIB. O estudo encontra que um choque no IED tem um efeito persistente sobre o PIB. Outros trabalhos seriam Laplane e Sarti (1999); Lima Junior e Jayme Junior (2006; 2008); Mattos, Casuce e Campos (2007); Fernandes e Campos (2008); e De Negri e Laplane (2009). Em outra linha, Borges e Fraga (2021) mostram que o IED contribuiu para a redução da desigualdade de renda intrasetorial na indústria brasileira de 2007 a 2014.

IMPACTO DO IED NA PRODUTIVIDADE

Diversos estudos empíricos identificam efeitos positivos do IED sobre a produtividade total dos fatores (PTF), tanto via efeitos diretos nas empresas investidas quanto via externalidades positivas (spillovers) para o restante da economia (Blomström e Kokko, 1998; Javorcik, 2004). Esses spillovers podem ocorrer por meio da imitação tecnológica, da mobilidade da força de trabalho e do fortalecimento de fornecedores locais. No entanto, a intensidade desses efeitos depende da capacidade de absorção da economia receptora, do grau de competição nos mercados e da qualidade institucional (Alfaro et al., 2010; Harding e Javorcik, 2012).

3. É vasta a literatura no tema para diversos países. Sunde (2017) para África do Sul, Sothan (2017) para Cambodja, Seyoum, Wu e Lin (2015) para países africanos, Zhao e Du (2007) para a China.

Saurav e Kuo (2020) realizam uma revisão dos distintos mecanismos de transmissão por meio dos quais o investimento estrangeiro direto (IED) impacta a produtividade dos países. Embora os autores reconheçam que o efeito agregado do capital externo tende a ser positivo, ressaltam a heterogeneidade da magnitude e significância desse impacto, a depender de características específicas das firmas e/ou dos setores econômicos. O estudo destaca que o efeito direto do IED sobre a produtividade é consistentemente positivo, especialmente em razão da intensificação da transferência de tecnologia, bem como da difusão de capacidades técnicas e gerenciais nas economias receptoras. Além disso, a maior disponibilidade de recursos financeiros leva às firmas a investirem mais em atividades que aceleram o crescimento da produtividade como pesquisa e inovação. Esse aspecto seria mais relevante em países em desenvolvimento onde as restrições financeiras são mais acentuadas. Os autores indicam que o impacto do IED sobre as firmas difere quando se observa as interações vertical e horizontal entre elas.

A literatura aponta que fornecedores de insumos para multinacionais (relacionamento vertical upstream) apresentam um maior crescimento da produtividade. Havranek e Irsova (2011) cobrindo 47 países e 57 estudos encontram evidências robustas de que os efeitos verticais upstream são positivos e significativos. Os autores discutem que esse impacto positivo pode ocorrer de diferentes maneiras. As multinacionais podem afetar a produtividade de seus fornecedores domésticos por meio da transferência direta de tecnologias e técnicas de produção (Javorcik 2004; Paus e Gallagher 2008). A assistência direta pode incluir treinamento de gestão e de trabalhadores, melhoria dos insumos de produção e financiamento adicional (Crespo e Fontoura 2007; Javorcik 2008). A literatura aponta que as multinacionais são mais propensas a compartilhar tecnologia e conhecimento com seus fornecedores domésticos, dado o incentivo para melhorar o desempenho e a qualidade do fornecedor (Blalock e Gertler 2008; Pack e Saggi 2001). Além disso, as multinacionais induzem indiretamente melhorias de produtividade nos fornecedores, impondo requisitos mais elevados de qualidade de produtos e serviços. Por fim, se o IED aumentar a demanda por bens intermediários produzidos localmente, isso pode ajudar os produtores nacionais a obter economias de escala diluindo os custos fixos, descendo a curva de custos médios.

A literatura indica que os efeitos da interação vertical downstream — ou seja, com os compradores domésticos — sobre a produtividade das firmas apresentam resultados mistos no contexto da entrada de investimento es-

trangeiro direto (IED). Estudos como Blomström e Kokko (1998), Nguyen et al. (2008) e Wei, Liu e Wang (2008) mostram que é raro que empresas multinacionais forneçam treinamento ou suporte direto aos seus compradores locais, com o objetivo de aprimorar redes de distribuição e cadeias logísticas domésticas. No entanto, empresas estrangeiras, por deterem capacidades tecnológicas superiores, tendem a oferecer produtos de maior qualidade, que se tornam mais amplamente disponíveis no mercado. Firms nacionais que conseguem acessar esses bens e serviços intermediários fornecidos por afiliadas de multinacionais podem, assim, beneficiar-se de insumos mais eficientes e sofisticados.

Por outro lado, os efeitos horizontais decorrentes da intensificação da concorrência entre empresas nacionais e estrangeiras também são ambíguos. Saurav e Kuo (2020) apontam que o chamado "efeito competição" frequentemente é estatisticamente insignificante, e, em alguns casos, negativo. Empresas domésticas com maior capacidade de absorção tecnológica e maior sofisticação produtiva tendem a se beneficiar da presença de concorrentes internacionais. Em contrapartida, firmas com menor intensidade tecnológica frequentemente perdem participação de mercado e enfrentam evasão de capital humano, com a migração de trabalhadores qualificados para empresas estrangeiras estabelecidas no país.

DETERMINANTES DO INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO⁴

Além da correlação entre IED, crescimento econômico e produtividade, a literatura analisa diferentes determinantes econômicos e institucionais do IED. No geral, a literatura conclui que os investidores estrangeiros levam em consideração um conjunto amplo de variáveis em suas decisões de investimento. Os fatores econômicos tradicionalmente associados à atração de IED incluem o tamanho e o crescimento do mercado interno, a taxa de câmbio, a estabilidade macroeconômica, o nível de abertura comercial e a disponibilidade de infraestrutura física e crédito. Dunning (1988), em seu paradigma eclético (OLI), destaca que o tamanho do

4. O presente trabalho não tem como objetivo apresentar um conjunto de trabalhos empíricos sobre o tema. Sahiti, Ahmeti e Ismjli (2018) e Tocar (2018) apresentam surveys cobrindo os principais trabalhos empíricos e seus resultados.

mercado e os custos relativos de produção são elementos-chave na decisão das empresas multinacionais. Estudos empíricos posteriores, como Chakrabarti (2001) e Asiedu (2002), confirmam que economias com mercados amplos, estabilidade monetária e ambiente macroeconômico previsível tendem a atrair mais capital estrangeiro.

Além dos fundamentos econômicos, fatores institucionais e políticos desempenham papel crescente na decisão de alocação do IED. A qualidade das instituições, o nível de segurança jurídica, a estabilidade política e a previsibilidade das regras são elementos cruciais para a avaliação de risco dos investidores internacionais (Globerman e Shapiro, 2003; Busse e Hefeker, 2007). Países com maior eficiência governamental, mecanismos de controle da corrupção e marcos regulatórios transparentes apresentam maior probabilidade de atrair fluxos sustentáveis de IED. Em contextos de incerteza política ou institucional, mesmo economias com fundamentos sólidos podem enfrentar retração dos investimentos.

Em termos macroeconômicos, o tamanho do mercado é relevante para o fluxo de IED, na medida em que as empresas buscam oportunidades em economias que possuam mercado consumidor amplo e em crescimento. Um mercado maior oferece maior potencial de demanda e, conseqüentemente, maiores possibilidades de lucro. Além disso, um mercado interno robusto também pode criar efeitos de escala, reduzindo os custos de produção e de distribuição. Desta maneira, países com mercados domésticos significativos tendem a atrair mais investimentos estrangeiros, uma vez que oferecem perspectivas de crescimento e retorno financeiro mais atrativos. A estabilidade macroeconômica também seria um fator importante na decisão dos investidores. Países mais estáveis economicamente receberiam um fluxo maior de capital externo. Matos, Cassuce e Campos (2007) encontraram que a taxa de inflação era uma variável significativa para a entrada de capitais no Brasil.

Outra variável macroeconômica com potencial impacto sobre os fluxos de Investimento Estrangeiro Direto (IED) é a taxa de câmbio. No entanto, a literatura não apresenta consenso quanto à direção e à magnitude desse efeito, refletindo diferentes argumentos teóricos acerca da relação entre o nível cambial e a atratividade do capital externo. Por um lado, alguns estudos sugerem que uma taxa de câmbio depreciada torna os ativos domésticos relativamente mais baratos, aumentando, assim, a atratividade do país para investidores estrangeiros. Ademais, a depreciação cambial eleva a competitividade internacional da economia, impulsionando o setor exportador e,

consequentemente, estimulando a entrada de IED voltado à produção voltada à exportação.

Froot e Stein (1991), com base em um modelo que incorpora imperfeições nos mercados financeiros, argumentam que a desvalorização da moeda local eleva a riqueza relativa dos investidores estrangeiros em relação aos investidores domésticos, permitindo-lhes realizar ofertas mais agressivas por ativos locais — o que contribuiria para o aumento dos fluxos de IED. Os autores concluem assim que desvalorizações da moeda serviriam para atrair o capital externo. Por outro lado, outros autores destacam que uma taxa de câmbio mais apreciada pode sinalizar fundamentos econômicos mais sólidos e maiores oportunidades de crescimento, o que também poderia atrair capital externo. Campa (1993), por exemplo, argumenta que uma moeda doméstica valorizada aumenta a expectativa de lucros futuros das firmas estrangeiras voltadas ao mercado interno, elevando os incentivos ao investimento.

Em síntese, o efeito da taxa de câmbio sobre o IED depende, em grande medida, da motivação do investimento. Quando o objetivo é atender ao mercado doméstico, IED e comércio internacional funcionam como substitutos: uma apreciação cambial tende a atrair IED devido ao aumento do poder de compra dos consumidores locais. Já quando o investimento tem como foco a produção para exportação, IED e comércio são complementares, e a valorização cambial tende a reduzir os fluxos de investimento, dada a perda de competitividade externa. Nesse caso, a depreciação da moeda do país anfitrião tende a estimular o IED, ao reduzir o custo relativo do capital e aumentar a atratividade dos investimentos produtivos voltados à exportação.

Udomkerdmongkol et. al. (2009) argumentam que uma gestão estável da taxa de câmbio pode ser crucial para atrair IED. No estudo os autores analisam o impacto da taxa de câmbio no fluxo de investimento estrangeiro direto (IED) dos Estados Unidos para 16 países emergentes entre 1990 e 2002. Três efeitos das taxas de câmbio foram encontrados: Nível - Uma moeda desvalorizada atrairia IED; Expectativas - As expectativas de mudanças nas taxas de câmbio teriam um impacto sobre o IED (antecipação de desvalorização da moeda adiaria o IED); e volatilidade - (uma taxa de câmbio muito volátil desencorajaria o IED).

Países mais abertos ao comércio internacional também receberiam um maior volume de IED, pois estariam mais aptos em participar em cadeias

de valor global. Uma melhor infraestrutura também seria um atrator de IED. Países com melhor capacidade logística, com fontes confiáveis de energia e melhores instalações de comunicação teriam menores custos de produção e transação, influenciando assim os incentivos para a atração de IED para o país. Um melhor ambiente de negócios estimularia o IED. Países com uma menor carga tributária e um sistema tributário mais simplificado atrairiam mais IED. Por fim, países com mercados financeiros mais desenvolvidos e maior acesso ao crédito para as firmas teriam direcionados mais recursos de IED. O desenvolvimento do sistema financeiro atua como um mecanismo facilitador da adoção de novas tecnologias na economia doméstica. Assim, a provisão de crédito e serviços financeiros eficientes por meio do sistema financeiro pode facilitar a transferência tecnológica e induzir a eficiência dos spillovers. Capital humano também é encontrado pela literatura como um fator que influenciaria o IED. Uma mão-de-obra altamente qualificada está mais inclinada a adaptar-se às novas mudanças. Noorbakhsh e Paloni (2001), Mateev (2009), Arbatli (2011) e Du et al. (2012) encontram que um maior capital humano teria um impacto positivo no IED.

Em termos de fatores institucionais e políticos, a literatura discute que países com maior estabilidade política, maior liberdade econômica, menor nível de corrupção e menos burocracia atrairiam um maior volume de IED. Estes fatores afetariam os custos dos investidores e a proteção de seus interesses, influenciando as decisões de investimento. A estabilidade política de um país criaria um ambiente propício para os investimentos estrangeiros, pois ofereceria previsibilidade, segurança jurídica e reduziria a incerteza política e regulatória. Assim, a estabilidade política seria um fator fundamental a ser considerado ao analisar a dinâmica do IED e seu impacto no desenvolvimento econômico de um país.

Estabilidade de governo, conflitos internos e externos, e corrupção, além da qualidade da democracia e o respeito a lei são relevantes para o fluxo de IED (Busse e Hefeker, 2007). Controle da corrupção, efetividade de governo, liberdade de expressão e responsabilização têm efeito significativo no fluxo de IED. Países em desenvolvimento com limitado controle de corrupção e pouca efetividade governamental tendem a receber menos IED (Kurul e Yalta, 2017). Kolstad e Vilanger (2008) estudaram os determinantes do IED para o setor de serviços. Os autores perceberam que a qualidade institucional e democracia são mais relevantes para esse setor que riscos do investimento em geral ou estabilidade política. Holmes et al. (2013) encontram que a qualidade regulatória - a forma que os governos exercem controle sobre as

organizações - têm um impacto significativo sobre o IED. Uma baixa qualidade regulatória com maior controle sobre as atividades das organizações influenciaria negativamente o IED.

METODOLOGIA E DADOS

METODOLOGIA

A análise empírica deste estudo é dividida em duas etapas complementares. Na primeira, examina-se um painel de países com o objetivo de identificar os principais determinantes do investimento estrangeiro direto (IED), com foco nos fatores econômicos, institucionais e políticos. Na segunda etapa, realiza-se uma aplicação específica ao caso brasileiro, com ênfase nos efeitos de choques econômicos sobre a entrada de IED no país.

PAINEL DE PAÍSES

A estratégia empírica empregada na primeira parte baseia-se na estimativa de modelos de dados em painel. A especificação geral do modelo pode ser representada da seguinte forma:

$$y_{it} = \beta_0 + X_{it}\beta_1 + Z_{it}\beta_2 + \alpha_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}, \quad (3.1)$$

Onde:

- y_{it} é a variável dependente para o país i no tempo t . No trabalho utilizaremos o logaritmo do Investimento Estrangeiro Direto (IED). Será utilizada a série Investimento estrangeiro direto - Foreign direct investment, net inflows (BoP, current US\$). O FDI net inflow é a quantidade de capital estrangeiro que entra em um país em um determinado período de tempo.
- β é um vetor de coeficientes,
- X_{it} é um vetor de variáveis econômicas (ex.: PIB, abertura comercial, inflação, taxa de câmbio);
- Z_{it} é um vetor de variáveis institucionais e políticas (ex.: qualidade institucional, estabilidade política, controle da corrupção, eficácia governamental);

- α_i representa os efeitos específicos de cada país, o que permite controlar por heterogeneidades não observadas entre os países ao longo do tempo;
- λt captura choques globais comuns no tempo; ϵ_{it} é o termo de erro idiossincrático.

A escolha do modelo é justificada pela hipótese de que as características não observadas dos países — como cultura institucional, ou geografia — podem afetar sistematicamente a capacidade de atrair IED, e que essas características são potencialmente correlacionadas com as variáveis explicativas. As estimativas serão realizadas utilizando técnicas robustas a heterocedasticidade e autocorrelação serial, com erros-padrão agrupados por país. Como teste de robustez, serão também considerados modelos com efeitos aleatórios e estimativas via Generalized Method of Moments (GMM), quando apropriado.

ANÁLISE TEMPORAL PARA O BRASIL

A abordagem anterior analisou a relevância dos diferentes fatores em uma amostra de países. No entanto, a importância relativa de cada determinante pode variar entre os países, o que torna necessária uma análise específica para o caso brasileiro. Nesse contexto, a utilização de séries temporais mostra-se mais adequada, uma vez que permite o uso de dados com maior frequência e possibilita uma investigação mais detalhada da dinâmica do Investimento Estrangeiro Direto (IED) no país.

O trabalho utilizará como resultado básico, a metodologia de ARDL (Pesaran, Shin, and Smith, 2001).⁵ A metodologia é usada para estimar a relação de longo-prazo entre as variáveis. O método é utilizado mesmo que as variáveis sejam $I(0)$, $I(1)$, ou uma combinação das duas. Considere o seguinte modelo $ARDL(p, q_1, q_2, \dots, q_k)$ que pode ser representado da seguinte forma como um vetor de correção de erros irrestrito (UECM):

5. O modelo de defasagem distribuída autorregressiva (ARDL) vem sendo usado há décadas para modelar a relação entre variáveis econômicas em uma configuração de série temporal de equação única. Sua popularidade decorre do fato de que a cointegração de variáveis não estacionárias é equivalente a um processo de correção de erros (EC), e o modelo ARDL tem uma reparametrização na forma EC (Engle e Granger, 1987; Hassler e Wolters, 2006). O modelo ARDL é particularmente útil em amostras pequenas e apresenta diversas vantagens em relação a métodos tradicionais de cointegração. Entre elas, destaca-se a possibilidade de modelar conjuntamente variáveis estacionárias e não estacionárias, além de permitir inferências robustas sobre a existência de relações de equilíbrio de longo prazo mesmo em presença de defasagens distintas entre as variáveis explicativas. A existência de uma relação de longo prazo/cointegração pode ser assim testada. Um procedimento de teste de limites está disponível para fazer inferências conclusivas sem saber se as variáveis são integradas de ordem zero ou um, $I(0)$ ou $I(1)$, respectivamente (Pesaran, Shin e Smith, 2001)

$$\Delta y_t = \gamma_0 + \lambda(y_{t-1} - \sum_{j=1}^k \theta_j x_{jt-1}) + \sum_{i=1}^{p-1} \alpha_i \Delta y_{t-i} + \sum_{j=1}^k \sum_{l=0}^{q_j-1} \delta_{jl} \Delta x_{jt-l} + \varepsilon_t \quad (3.2)$$

- Δ é o operador de primeira diferença;
- λ é o coeficiente de ajuste de erro;
- $(y_{t-1} - \sum_{j=1}^k \theta_j x_{jt-1})$ representa a relação de longo prazo (termo de cointegração);
- α_i e δ_{jl} capturam as dinâmicas de curto prazo;
- ε_t é o erro branco.

A expressão $(y_{t-1} - \sum_{j=1}^k \theta_j x_{jt-1})$ é o vetor de cointegração, ou seja, uma combinação linear entre as variáveis que é estacionária, mesmo que cada variável individual seja integrada de ordem um ($I(1)$). O teste é realizado utilizando a estatística-F de significância conjunta dos termos defasados y_{t-1} e x_{t-1} . Valores críticos para o teste-F são fornecidos por Pesaran et al. (2001), e consistem de:

- Um valor mínimo assumindo que todas as variáveis são estacionárias ($I(0)$).
- Um limite superior assumindo que todas são não-estacionárias ($I(1)$).

Assim,

- Se F -statistic > limite superior \Rightarrow rejeitar H_0 : Há cointegração.
- Se F -statistic < limite inferior \Rightarrow não rejeitar H_0 : não há cointegração.
- Se F -statistic assumir um valor entre os limites \Rightarrow o resultado é inconclusivo.
- Como exercício de robustez para que seja possível uma comparação com a literatura existente especialmente para o caso brasileiro, um modelo VAR também será estimado para analisar a relação entre os choques econômicos e a entrada de capital externo no país⁷. A especificação básica é dada pela equação:

6. Mattos, Cassuce e Campos (2007), Peres e Yamada (2014), Silveira, Samsonescu e Triches (2017) e Kogut (2021) realizaram uma análise de séries temporais para o caso brasileiro.

$$Y_t = C + \sum_{i=1}^p A_i Y_{t-i} + B X_t + U_t \quad (3.3)$$

- Onde:
- Y_t é um vetor $M \times 1$ de variáveis endógenas.
- C é um vetor $M \times 1$ de interceptos.
- A_i é uma matriz $M \times M$ de coeficientes autoregressivos de ordem p .
- X é um vetor de variáveis exógenas.
- B é um vetor de coeficientes.
- $U_t \sim N(0, \Sigma_u)$ é o erro da forma reduzida.

Seguida a estimação de (3.3), a resposta a impulso será analisada para entendermos a dinâmica entre o IED e os choques nas variáveis. Em modelos autorregressivos vetoriais (VAR), a função de resposta a impulso descreve a reação dinâmica das variáveis endógenas do sistema a choques (ou "impulsos") exógenos em uma ou mais variáveis. Especificamente, a resposta a impulso traça o efeito de um choque em uma variável sobre o comportamento futuro de todas as variáveis do modelo, ao longo do tempo, mantendo constantes os demais choques. Essa ferramenta é particularmente útil para entender a transmissão e persistência dos efeitos de choques econômicos, permitindo a análise de causalidade dinâmica e a avaliação de políticas econômicas em sistemas multivariados.

RESULTADOS

PAINEL DE PAÍSES

A análise empírica utiliza um painel não balanceado de países em desenvolvimento e desenvolvidos, abrangendo o período de 2010 a 2023, com base na disponibilidade dos dados anuais. As variáveis selecionadas refletem tanto os fundamentos econômicos quanto aspectos institucionais e políticos apontados pela literatura como determinantes do investimento estrangeiro direto (IED). As principais fontes de dados incluem o World Development Indicators (WDI) do Banco Mundial, os Indicadores de Governança Mundial (Worldwide Governance Indicators – WGI), a UNCTAD, e o Penn World Table.

O trabalho pretende analisar um conjunto completo de fatores que seriam determinantes do IED. Baseado na literatura empírica discutida anteriormente são incluídas na análise as seguintes variáveis:

1. IED - Representa os fluxos líquidos de investimento estrangeiro direto. Fonte: UNCTAD/WDI.⁷
2. Tamanho do mercado – Serão utilizados os dados do PIB per capita do país. Fonte: Dados do World Bank National Accounts e das Contas Nacionais da OCDE, dados anuais expressos em dólares, em valores constantes (2015 US\$).
3. Inflação - Serão utilizadas as séries da taxa de inflação ao consumidor (CPI). Fonte: Fundo Monetário Internacional, Estatísticas Financeiras Internacionais.
4. Taxa de Câmbio - Será utilizada a série de taxa de câmbio nominal calculada com relação ao dólar norte-americano. Fonte: Fundo Monetário Internacional, Estatísticas Financeiras internacionais.⁸
5. Abertura comercial - A razão entre a soma das exportações e importações sobre o PIB do país será utilizada como indicativa da inserção internacional da economia. Fonte: Fundo Monetário Internacional, Estatísticas Financeiras Internacionais.
6. Acesso ao Crédito - Crédito doméstico para o setor privado – Variável utilizada como proxy de desenvolvimento do mercado financeiro. Fonte: Fundo Monetário Internacional, Estatísticas Financeiras Internacionais e arquivos de dados, e estimativas do PIB do Banco Mundial e da OCDE.
7. Carga tributária - A carga tributária dos países será calculada pela razão entre a arrecadação dos governos e o PIB. Fonte: World Development Indicators.

7. Disponível em <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>)

8. A taxa de câmbio real só será utilizada como exercício de robustez, pois está disponível somente para um pequeno número de países em um período mais restrito de tempo, o que dificultaria a interpretação dos resultados.

8. Capital Humano - O capital humano do país será medido pela escolaridade média dos trabalhadores disponível pelo Indicador de capital humano do Banco Mundial e pela Penn World Tables.

9. Governança - Serão utilizados os dados do projeto The Worldwide Governance Indicators (WGI). São dados anuais de países, produzidos pelo Banco Mundial, que trazem seis dimensões de análise. As seis dimensões do WGI Project são as seguintes:

(a) Voice and Accountability: possibilidade de os cidadãos escolherem governantes, assim como percepção de liberdade de expressão, de associação e de imprensa, por exemplo.

(b) Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo: percepção da probabilidade de instabilidade política ou de violência política, incluindo terrorismo.

(c) Eficiência do Governo: mede qualidade dos serviços públicos e o grau de independência desses serviços em relação a pressão política. Mede, ainda, a qualidade da formulação e da implementação e de políticas públicas.

(d) Qualidade regulatória: avalia a habilidade de o governo formular e implementar políticas para o desenvolvimento do setor privado;

(e) Estado de Direito: captura a confiança e o compromisso social com o Estado de Direito, particularmente relacionado a cumprimento de contratos, direitos de propriedade, polícia, tribunais e percepção de crime e de violência.

(f) Controle da Corrupção: percepção de que em que medida o poder público é exercido para interesses privados, incluindo pequenas ou grandes formas de corrupção, assim como a captura do Estado pela elite e por interesses privados.

ANÁLISE TEMPORAL PARA O BRASIL

Na segunda etapa da análise empírica, o estudo concentra-se no caso brasileiro, com o objetivo de examinar a sensibilidade dos fluxos de investimento estrangeiro direto (IED) à ocorrência de choques econômicos.

A base de dados para essa etapa é composta por séries trimestrais para a economia brasileira, abrangendo o período de 1995 a 2024, conforme disponibilidade dos dados. As fontes primárias incluem o Banco Central do Brasil (Bacen), o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e a Secretaria de Comércio Exterior (Secex). As estatísticas de IED foram obtidas do sistema de séries temporais do Banco Central⁹ disponível em periodicidade trimestral.

Seguindo a literatura empírica serão usadas às seguintes variáveis, já discutidas anteriormente. Investimento estrangeiro direto (IED), crescimento do PIB, inflação do consumidor (IPCA), taxa de câmbio nominal ou real, volatilidade da taxa de câmbio, receitas do governo sobre o PIB como proxy de carga tributária construída através de dados do Tesouro Nacional e acesso ao crédito utilizado é a razão do crédito total no sistema financeiro nacional sobre o PIB fornecido pelo Banco Central. A volatilidade da taxa de câmbio é calculada através de um modelo GARCH com dados diários. Por fim, utiliza-se o EMBI+ como proxy para o risco-país. As variáveis externas incluídas são a evolução do índice acionário dos EUA S&P500 e sua volatilidade implícita (VIX) como proxy de aversão ao risco dos investidores e a taxa de juros de 10 anos nos EUA com o intuito de analisar como o cenário internacional afetaria o IED.

PAINEL DE PAÍSES¹⁰

A tabela 1 apresenta diferentes especificações econométricas para a estimação da equação (3.1). As especificações centrais do texto (1) e (2) utilizam efeitos fixos e aleatórios. Especificações 3 e 4 são feitas, respectivamente, para países de alta e média-baixa renda. A especificação 5 estima um painel dinâmico. Todas as estimações incluem variáveis dummies temporais para controlar o efeito de choques globais comuns a todos os países. Tabela 1 apresenta os resultados.

9. Disponível em <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>

10. Em todas as especificações as variáveis estão em log.

TABELA 1 : RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO - DETERMINANTES DO IED

| Variável dependente: Log (IED) | | | | | |
|----------------------------------|--------------------|--------------------|-------------------|---------------------|---------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| PIB | 1.17* (0.025) | 0.92* (0.034) | 1.47* (0.55) | 1.92* (0.33) | 0.46*** (0.24) |
| Inflação | 0.048 (0.035) | 0.045 (0.035) | 0.020 (0.069) | 0.048 (0.042) | 0.054 (0.046) |
| Câmbio | -0.096* (0.003) | -0.056* (0.002) | -0.094 (0.016) | -0.071** (0.031) | -0.025* (0.0042) |
| Abertura | 0.99* (0.19) | 0.99* (0.11) | 0.71** (0.31) | 1.04* (0.26) | 0.87* (0.31) |
| Crédito | 0.017 (0.016) | -0.075 (0.13) | 0.032 (0.022) | -0.504 (0.320) | 0.006 (0.036) |
| Governança | 0.020* (0.006) | 0.098* (0.031) | 0.025 (0.016) | 0.020* (0.071) | 0.026** (0.012) |
| Constante | -9.70 (6.31) | -2.99* (0.83) | -18.6 (14.7) | -27.7* (7.75) | -9.23 (6.18) |
| Estimação | FE | RE | FE | FE | AB |
| Países | 152 | 152 | Alta (53) | Media (99) | 152 |
| Observações | 1697 | 1697 | 574 | 1123 | 1697 |
| R² | 0.763 | 0.771 | 0.628 | 0.726 | 0.752 |
| Hausman | 0.0004 | | | | |

Tabela 1: Estimação de painel de dados para determinantes do IED. PIB é o PIB per capita do país. Abertura comercial é a razão entre importações mais exportações (% PIB); Câmbio é a taxa de câmbio nominal em relação a uma cesta de moedas. Inflação é a taxa de inflação do consumidor (CPI). Crédito é utilizado para medir o acesso ao crédito medido pela razão de crédito às firmas (% PIB); Governança representa o World Governance Index. *, ** e *** representam, respectivamente, significância estatística a 1%, 5% e 10%.

Os resultados apresentados na Tabela 1 indicam a existência de uma relação robusta entre o tamanho do mercado e a atração de investimento estrangeiro direto (IED). Em todas as regressões, o coeficiente do PIB é positivo e estatisticamente significativo. Países com maior mercado consumidor e maior potencial de escala tendem a atrair mais investimentos estrangeiros. A instabilidade macroeconômica, representada pela taxa de inflação, não apresentou significância estatística nas regressões. Por outro lado, a taxa de câmbio nominal mostrou-se estatisticamente significativa para a amostra como um todo, especialmente para países de renda média e baixa. Os resultados sugerem que uma taxa de câmbio doméstica mais depreciada desestimula o investimento estrangeiro direto.

Nesse contexto, há indícios de que o fator interno prevalece sobre o fator relacionado ao comércio internacional. Uma taxa de câmbio mais apreciada tende a impulsionar o IED, indicando que, em média, o objetivo do capital estrangeiro é atender à demanda do mercado doméstico. A valorização da moeda nacional atrai fluxos de IED devido ao aumento do poder de compra dos consumidores locais. Esse efeito é particularmente significativo em países de renda média e baixa, não sendo observado em economias de renda mais elevada.

Os resultados apresentados na Tabela 1 indicam que, quanto maior o grau de abertura econômica, maior é a atração de investimento estrangeiro direto (IED). Esse achado evidencia que barreiras comerciais tendem a inibir o investimento de empresas estrangeiras, uma vez que dificultam a inserção do país nas cadeias globais de valor — seja como polo exportador, seja pela limitação ao acesso a insumos importados. Tal constatação adquire relevância especial no atual contexto internacional, marcado por um aumento nas tensões comerciais e pela adoção de tarifas entre parceiros tradicionais, configurando um cenário de guerra comercial.

A Tabela 1 também evidencia a importância da governança na atração de capital externo. Quanto melhor o nível de governança, medido pelo World Governance Index (WGI), maior tende a ser o volume de investimento estrangeiro direto (IED). Por outro lado, baixos níveis de governança atuam como um fator de desestímulo ao investimento externo. Por fim, observa-se que o acesso ao crédito não se apresenta como um determinante relevante na decisão das empresas estrangeiras de investir nos países analisados.

A Tabela 2 mostra a elevada covariância entre os indicadores, a correlação entre as variáveis componentes do índice de governança é elevada — superior a 0,65, atingindo até 0,94 —, o que pode acarretar problemas de multicolinearidade nas estimações.

TABELA 2: CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA (WGI)

| Matriz de Correlação | | | | | | |
|------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------|--------------------|
| | Estabilidade política | Voice e accountability | Eficiência do governo | Qualidade regulatória | Estado de direito | Controle corrupção |
| Estabilidade Política | 1.00 | | | | | |
| Voice e accountability | 0.720 | 1.00 | | | | |
| Eficiência do governo | 0.715 | 0.692 | 1.00 | | | |
| Qualidade regulatória | 0.676 | 0.718 | 0.928 | 1.00 | | |
| Estado de direito | 0.795 | 0.785 | 0.922 | 0.900 | 1.00 | |
| Controle da Corrupção | 0.789 | 0.774 | 0.895 | 0.855 | 0.938 | 1.00 |

Tabela 2: Estimação da correlação entre as variáveis componentes do World Governance Index.

Desta maneira, a tabela 3 apresenta os resultados da estimação utilizando os componentes desagregados do Índice de Governança Global, trazendo tanto a estimação conjunta de todos os componentes quanto estimativas separadas por indicador. Os resultados reforçam a robustez das análises anteriores. O tamanho do mercado, a taxa de câmbio e o grau de abertura comercial mantêm-se estatisticamente significantes como determinantes do investimento estrangeiro direto (IED). A Especificação (1), que considera todos os indicadores simultaneamente, revela que apenas a variável associada ao Estado de Direito (rule of law) apresenta significância estatística. Isso indica que, quanto maior o respeito às leis, maior é a atração de capital externo, sugerindo que os investidores atribuem peso relevante à observância do Estado de Direito na decisão de alocação de recursos.

Quando as variáveis são incluídas isoladamente, observa-se que, além do Estado de Direito, também a estabilidade política, a eficiência do governo e a qualidade regulatória apresentam significância estatística. Esses resultados ressaltam a importância dos fatores institucionais na atração de capital externo. Uma maior estabilidade política, uma regulação de melhor qualidade e um governo mais eficiente atuam como elementos de atração ao investimento estrangeiro e são considerados relevantes na tomada de decisão dos investidores. Conforme evidenciado nas Tabelas 1 e 3, esses fatores institucionais têm um peso ainda maior nos países em desenvolvimento de renda média e baixa.

TABELA 3: RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO - DETERMINANTES DO IED

| Variável dependente: Log (IED) | | | | | |
|----------------------------------|--------------------|--------------------|-------------------|---------------------|---------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| PIB | 1.17* (0.025) | 0.92* (0.034) | 1.47* (0.55) | 1.92* (0.33) | 0.46*** (0.24) |
| Inflação | 0.048 (0.035) | 0.045 (0.035) | 0.020 (0.069) | 0.048 (0.042) | 0.054 (0.046) |
| Câmbio | -0.096* (0.003) | -0.056* (0.002) | -0.094 (0.016) | -0.071** (0.031) | -0.025* (0.0042) |
| Abertura | 0.99* (0.19) | 0.99* (0.11) | 0.71** (0.31) | 1.04* (0.26) | 0.87* (0.31) |
| Crédito | 0.017 (0.016) | -0.075 (0.13) | 0.032 (0.022) | -0.504 (0.320) | 0.006 (0.036) |
| Governança | 0.020* (0.006) | 0.098* (0.031) | 0.025 (0.016) | 0.020* (0.071) | 0.026** (0.012) |
| Constante | -9.70 (6.31) | -2.99* (0.83) | -18.6 (14.7) | -27.7* (7.75) | -9.23 (6.18) |
| Estimação | FE | RE | FE | FE | AB |
| Países | 152 | 152 | Alta (53) | Media (99) | 152 |
| Observações | 1697 | 1697 | 574 | 1123 | 1697 |
| R² | 0.763 | 0.771 | 0.628 | 0.726 | 0.752 |
| Hausman | 0.0004 | | | | |

Tabela 3: PIB é o PIB per capita do país. Abertura comercial é a razão entre importações mais exportações (% PIB); Câmbio é a taxa de câmbio nominal em relação a uma cesta de moedas. Inflação é a taxa de inflação do consumidor (CPI). Crédito é utilizado para medir o acesso ao crédito medido pela razão de crédito às firmas (% PIB); Governança representa o World Governance Index. *, ** e *** representam, respectivamente, significância estatística a 1%, 5% e 10%.

OUTROS DETERMINANTES DO INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO

Conforme discutido na revisão da literatura, a carga tributária, o nível de capital humano e a qualidade da infraestrutura também podem constituir determinantes relevantes na atração de capital externo. Paralelamente, alguns autores argumentam que a taxa de câmbio real seria um indicador mais apropriado da competitividade de um país, em comparação com a taxa de câmbio nominal. Entretanto, os dados referentes a essas variáveis

não estão disponíveis para todos os países ao longo de todo o período analisado. Os resultados apresentados na Tabela 4 incorporam essas variáveis para o intervalo de 2016 a 2023, abrangendo um número menor de países do que a amostra original.

TABLE 4: RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO
- DETERMINANTES DO IED

| Variável dependente: Log (IED) | | | | | | |
|--------------------------------|---------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|---------------------|-----------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| PIB | 0.94* (0.045) | 0.96* (0.041) | 0.97* (0.058) | 0.91* (0.068) | 0.91* (0.049) | 1.19* (0.12) |
| Inflação | -0.084 (0.14) | -0.012 (0.22) | 0.011 (0.096) | 0.026 (0.057) | 0.012 (0.011) | -0.043 (0.032) |
| Câmbio Nominal | -0.0033 (0.0025) | -0.0041*** (0.0023) | -0.0059** (0.0025) | -0.0048*** (0.0025) | | |
| Câmbio Real | | | | | 0.0038 (0.0043) | -0.015*** (0.0091) |
| Abertura | 0.77* (0.13) | 0.89* (0.13) | 0.12* (0.017) | 0.80* (0.16) | 0.83* (0.15) | 0.12* (0.023) |
| Crédito | -0.097 (0.107) | -0.0056 (0.016) | -0.0041 (0.0029) | 0.0010 (0.0024) | -0.0017 (0.0021) | -0.0028 (0.0037) |
| Governança | 0.013* (0.004) | 0.012* (0.004) | 0.0096*** (0.0054) | 0.015* (0.0056) | 0.021* (0.0049) | 0.032* (0.011) |
| Carga Tributária | | -0.90 (0.69) | | | | -0.034 (0.18) |
| Infraestrutura | | | | 0.078 (0.264) | | -1.13* (0.41) |
| Capital Humano | | | 0.079 (0.18) | | | 0.078 (0.35) |
| Constante | -3.69* (1.08) | -3.83* (1.01) | -4.09* (1.34) | -3.54* (1.39) | -3.64* (1.34) | -6.29* (2.70) |
| Países | 151 | 143 | 124 | 13 | 81 | 65 |
| Observações | 1092 | 1025 | 550 | 329 | 584 | 115 |
| R² | 0.785 | 0.799 | 0.783 | 0.784 | 0.825 | 0.840 |

Tabela 4: Estimação de painel de dados para determinantes do IED. Abertura comercial é a razão entre importações mais exportações (% PIB); Câmbio Nominal é a taxa de câmbio nominal em relação a uma cesta de moedas. Câmbio Real é a taxa de câmbio efetiva real do World Development Indicators. Crédito é utilizado para medir o acesso ao crédito medido pela razão de crédito às firmas (% PIB); Governança representa o World Governance Index. Infraestrutura é o Logistics Performance Index do Banco Mundial. Capital Humano é o índice de capital humano da Penn World Table. Carga tributária é a receita do governo como proporção do PIB segundo o World Development Indicators e Public Finances in Modern History database - IMF. *, ** e *** representam, respectivamente, significância estatística a 1%, 5% e 10%.

Os resultados apresentados na tabela 4 indicam a robustez dos resultados anteriores. O tamanho do mercado representado pelo PIB, a taxa de câmbio nominal, o grau de abertura da economia e o nível de governança continuam estatisticamente significativos independente do período considerado e da inclusão de outras variáveis.

Com relação às demais variáveis analisadas, não se observam evidências robustas de associação consistente com a atração de investimento estrangeiro direto (IED). De forma análoga ao comportamento da taxa de câmbio nominal, a taxa de câmbio real apresentou impacto negativo sobre os fluxos de IED apenas na Especificação (6), que se baseia em uma amostra mais restrita, o que limita a generalização dos resultados. A carga tributária, por sua vez, exibiu o sinal esperado — sugerindo que níveis mais elevados de tributação tenderiam a desincentivar a entrada de capital externo —, mas os coeficientes estimados não apresentaram significância estatística em nenhuma das especificações reportadas na Tabela 4. Resultado semelhante foi identificado para o índice de capital humano: embora a teoria econômica preveja que níveis mais altos de capital humano contribuam para a atração de IED, os dados, embora apontem nessa direção, não demonstraram significância estatística. Por fim, o índice de infraestrutura física apresentou significância estatística apenas na Especificação (6), mas esse efeito não se mostrou robusto frente a alterações no modelo ou à inclusão de diferentes controles, o que limita sua validade empírica. Mas, indicam que uma melhor infraestrutura pode ser importante na atração de capital externo.

SÍNTESE DOS RESULTADOS PARA O PAINEL DE PAÍSES

Os resultados indicam que países com mercados consumidores mais amplos, maior grau de abertura ao comércio internacional, períodos de taxa de câmbio mais apreciada e níveis superiores de governança — incluindo maior respeito ao Estado de Direito, estabilidade política, eficiência governamental e qualidade regulatória — tendem a atrair volumes mais elevados de investimento estrangeiro direto (IED). Essas variáveis explicam parcela significativa da heterogeneidade observada na atração de capital externo entre os países da amostra.

Um destaque a ser feito entre os resultados é o impacto da taxa de câmbio sobre o investimento estrangeiro direto. O fato de uma apreciação atrair mais capital contraria a ideia que depreciações seriam benígnas a atração de capital externo pela queda nos custos de produção em moeda doméstica que

levaria a uma maior lucratividade ao setor exportador. Conforme discutido na literatura, se ao invés, apreciação da moeda doméstica é positiva para o IED, este se encontra mais focado na atratividade do mercado doméstico e não para a construção de uma base exportadora. A dominância do IED no setor de serviços potencialmente explicaria o resultado. Desta maneira, é necessária uma análise mais setorial para se entender o impacto da taxa de câmbio sobre a atração de capital nos países.

Os achados reforçam a importância de fatores estruturais e institucionais na formulação de estratégias para atração de investimento estrangeiro, e sugerem que reformas voltadas à melhoria do ambiente macroeconômico e institucional podem desempenhar papel decisivo na inserção internacional dos países em desenvolvimento. A seção a seguir discute as implicações desses resultados para o caso específico do Brasil, à luz de suas características econômicas e institucionais.

ANÁLISE TEMPORAL DOS DETERMINANTES DO IED PARA O BRASIL

A análise anterior focou nos diferentes determinantes do investimento estrangeiro Direto para um painel de países. Nesta seção será realizada uma análise em séries temporais para a economia brasileira. Os resultados permitem uma análise mais detalhada do caso brasileiro e suas especificidades. Diferentemente da análise anterior, a análise é realizada com dados trimestrais o que permitiu o acréscimo de algumas variáveis, mas impossibilitou o teste de variáveis cuja disponibilidade é anual. A análise é realizada entre o primeiro trimestre de 1995 ao quarto trimestre de 2024.

Inicialmente, foram realizados os testes de raiz unitária nas séries.¹¹ Os resultados apontam que, as séries da taxa de câmbio nominal e financeiras - SP500, VIX e Treasury - são não-estacionárias em seus níveis. As séries de Investimento Estrangeiro Direto, abertura e crédito apresentam resultados estacionários com uma tendência determinística. Mas, todas as variáveis são estacionárias em primeiras diferenças. Este resultado aponta para a robustez do método ARDL que combina variáveis estacionárias e não-estacionárias, apropriado para o caso brasileiro.

11. Foram realizados os testes de Augmented Dick-Fuller, Phillip-Perron e Dick-Fuller GLS. Os resultados estão disponíveis caso demandados. Não incluídos para poupar espaço. Todas as variáveis em logaritmo com exceção da taxa de inflação.

TABELA 5 : RESULTADOS DO TESTE ARDL BOUNDS (PESARAN, SHIN E SMITH (2001) H0: NÃO HÁ RELAÇÃO DE LONGO-PRAZO

| | | |
|--|-------------------------------|-------------|
| | Estatística-F = 7.367 | |
| | Estatística-t = -4.744 | |
| Aceitar se $F <$ valor crítico para regressor I(0) Rejeitar se $F >$ valor crítico para regressor I(1) Aceitar se $t >$ valor crítico regressor I(0) Rejeitar se $t <$ valor crítico regressor I(1) | | |
| | I(0) | I(1) |
| Crescimento | 2.45 | 3.52 |
| FX Nominal | 2.86 | 4.01 |
| IPCA | 3.25 | 4.49 |
| Abertura | 3.74 | 5.06 |
| Tributos | -2.57 | -3.66 |
| Crédito | -2.86 | -3.99 |
| Risco-país | -3.13 | 4.26 |
| Volatilidade | -3.43 | -4.60 |

Tabela 5: Resultado do teste para a existência de uma relação de longo-prazo entre as variáveis. São considerados 8 regressores na relação de longo-prazo. Os valores críticos são calculados de Pesaran, Shin e Smith (2001) para o caso 5. Abertura comercial é a razão entre importações mais exportações (% PIB); FX Nominal é a taxa de câmbio nominal em relação a uma cesta de moedas. FX Real é a taxa de câmbio efetiva real do World Development Indicators. Crédito é a razão de crédito às firmas (% PIB); Tributos é a receita do governo como proporção do PIB segundo o Tesouro Nacional. Risco-país é o índice EMBI+. Os resultados são semelhantes se os valores críticos forem obtidos utilizando a metodologia de Kripfganz and Schneider (2020).

Equação (3.3) é estimada utilizando o método ARDL com a inclusão em alguns casos de uma variável dummy para o período da crise financeira mundial e pandemia. As variáveis internacionais SP500, VIX e yield da treasury de 10 anos são consideradas exógenas, dado que não se espera que a economia brasileira exerça um impacto significativo sobre essas variáveis. Tabela 5 mostra o resultado do teste acerca da existência de uma relação de longo-prazo entre as variáveis.¹² O resultado apresentado na tabela 5 indica que a hipótese nula de não existência de uma relação de longo-prazo é rejeitada para o modelo. Dessa maneira, pode-se avançar para a estimação do modelo conforme mostrado na tabela 6.

12. O número de defasagens ótimas (p e q) sempre foi escolhido através dos critérios de seleção de Akaike (AIC) e Bayesiano (BIC) para verificação dos resultados como mostrado em todas as tabelas.

Os resultados apresentados na tabela 6 indicam que, embora em todas as especificações a taxa de crescimento da economia tenha um relacionamento positivo com a entrada de capital estrangeiro, esse relacionamento apresentou significância estatística somente em algumas especificações. Análises subsequentes tentaram aprofundar sobre a relação PIB e IED.

TABELA 6 : RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO - DETERMINANTES DO IED – BRASIL

| Variável dependente: Log (IED) | | | | | | | | |
|--------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|------------------------------|---------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| Crescimento | 1.14** (0.52) | 0.91 (0.56) | 0.83 (0.53) | 0.22 (0.36) | 0.22 (0.25) | 0.24 (0.25) | 0.48 (0.52) | 0.082 (0.20) |
| FX Nominal | -0.17 (0.17) | -0.55 (0.57) | -0.43 (0.55) | -0.92** (0.39) | -0.71** (0.28) | -0.65** (0.30) | -0.82 (0.59) | -0.92* (0.16) |
| Inflação | -0.082* (0.018) | -0.073* (0.020) | -0.075* (0.020) | -0.062* (0.016) | -0.060* (0.010) | -0.061* (0.011) | -0.044** (0.020) | -0.056** (0.010) |
| Abertura | 6.33** (3.10) | 6.10** (2.88) | 5.48** (2.70) | 12.2* (2.79) | 20.6* (3.36) | 21.6* (3.65) | 8.42* (3.00) | 19.1* (2.73) |
| Crédito | 2.14* (0.43) | 1.50 (0.98) | 1.74*** (0.95) | 1.36** (0.67) | 1.42* (0.46) | 1.51* (0.48) | 1.32* (0.61) | 1.08* (0.26) |
| Tributos | 0.048 (0.84) | -0.006 (0.79) | 0.69 (0.57) | 0.73 (0.61) | 0.59 (0.49) | 0.52 (0.33) | 1.12 (0.61) | 0.55 (0.43) |
| Risco país | -0.52** (0.20) | -0.57* (0.20) | -0.57* (0.19) | -0.94* (0.19) | -1.20* (0.17) | -1.23* (0.17) | -0.54** (0.23) | -1.18* (0.16) |
| Volatilidade | -0.12 (0.093) | -0.08 (0.097) | -0.12 (0.095) | -0.004 (0.06) | -0.025 (0.044) | -0.030 (0.045) | -0.032 (0.10) | -0.0091 (0.040) |
| SP500 | | | | 0.31* (0.13) | 0.56* (0.14) | 0.55* (0.15) | 0.32** (0.14) | 0.49* (0.13) |
| VIX | | | | | 0.15 (0.98) | 0.16 (0.92) | 0.031 (0.085) | 0.14 (0.087) |
| Treasury | | | | | | 0.052 (0.082) | -0.007 (0.081) | 0.029 (0.079) |
| Constante | -3.82*** (2.23) | -3.78*** (2.24) | -4.98** (2.09) | -14.9* (3.47) | -32.0* (6.01) | -33.2* (5.68) | -7.89 ⁸ (2.36) | -29.5* (4.45) |
| Observações | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| R² | 0.62 | 0.62 | 0.62 | 0.68 | 0.68 | 0.68 | 0.60 | 0.65 |
| R²ajustado | 0.57 | 0.57 | 0.56 | 0.60 | 0.60 | 0.59 | 0.54 | 0.56 |
| Critério | AIC | AIC | BIC | AIC | AIC | AIC | BIC | AIC |
| Dummy Crise | Não | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Não |

Tabela 6: Resultados da relação de longo-prazo entre as variáveis. Abertura comercial é a razão entre importações mais exportações (% PIB); FX Nominal é a taxa de câmbio nominal em relação a uma cesta de moedas. FX Real é a taxa de câmbio efetiva real do World Development Indicators. Crédito é a razão de crédito às firmas (% PIB); Tributos é a receita do governo como proporção do PIB segundo o Tesouro Nacional. SP500 é a evolução do índice acionário norte-americano. Treasury é o rendimento do título do Tesouro norte-americano de 10 anos. VIX é a volatilidade implícita do SP500. *, ** e *** representam, respectivamente, significância estatística a 1%, 5% e 10%.

Diferentemente dos resultados encontrados por Carminati e Fernandes (2013) e por Matos, Cassuce e Campos (2007), a Tabela 5 revela uma relação robusta entre a taxa de câmbio nominal e o fluxo líquido de Investimento Estrangeiro Direto (IED). As desvalorizações da moeda doméstica apresentam impacto negativo sobre a entrada de IED — resultado que também foi identificado em estudos referentes a outros países. Lily et al. (2014), por exemplo, observaram que, em economias como Singapura, Malásia e Filipinas, a apreciação da taxa de câmbio doméstica esteve associada a um aumento nos fluxos de IED. Nesses casos, a valorização cambial tenderia a atrair capital externo, especialmente quando o investimento estrangeiro está voltado para o mercado interno, e não para fins exportadores — ou ainda quando representa uma redução de custos operacionais para as empresas investidoras. No caso brasileiro, a ausência de resposta positiva às sucessivas desvalorizações cambiais pode indicar que tais movimentos não foram suficientes para posicionar o país como uma base exportadora atraente. Os resultados sugerem que o IED tem se concentrado principalmente em setores voltados ao mercado interno, especialmente no setor de serviços, em que a maior parte das receitas é denominada em Reais. Nesse contexto, uma apreciação da moeda brasileira tenderia a beneficiar tais atividades, reforçando a atratividade do país para investimentos orientados ao consumo doméstico.

Os resultados apresentados na tabela 6 confirmam que a instabilidade econômica representada pela taxa de inflação e o risco-país representa uma barreira ao capital externo. Quanto maior a instabilidade econômica, menor a entrada de investimento estrangeiro direto (IED). Este resultado é robusto em quase todas as especificações. Resultado semelhante foi encontrado por Mateus, Cassuce e Campos (2007) para o Brasil. Desta maneira, tanto a política monetária quanto a fiscal devem ser conduzidas de forma alinhada para manter um ambiente econômico seguro aos investidores externos.

Economias mais abertas ao comércio exterior recebem uma maior entrada de capitais externos. Tabela 6 confirma que quanto maior a participação do país no mercado internacional através de um maior fluxo de comércio maior a entrada de IED. Há um relacionamento positivo entre o grau de abertura e a entrada de investimento estrangeiro direto. Já a carga tributária não apresenta um impacto estatisticamente significativo sobre o IED. Conforme discutido por Carminati e Fernandes (2014) esse resultado indica que os impostos não são um fator atrator de capital, pois os investimentos podem estar recebendo subsídios para contrabalançar a carga tributária.

Os resultados apresentados na Tabela 6 confirmam a relevância do desenvolvimento do mercado financeiro na atração de Investimento Estrangeiro Direto (IED). A razão crédito/PIB apresenta impacto positivo e estatisticamente significativo sobre a entrada de capital externo. Ang (2008) argumenta que o desenvolvimento do sistema financeiro atua como um mecanismo facilitador da adoção de novas tecnologias na economia doméstica. Dessa forma, a oferta de crédito e de serviços financeiros eficientes pode favorecer a transferência tecnológica e potencializar os efeitos de spillovers de produtividade. Por fim, no que se refere aos fatores de atração do IED, os resultados também indicam que, embora a volatilidade da taxa de câmbio exerça um impacto negativo sobre os fluxos de capital, esse efeito não é estatisticamente significativo.

O fluxo de capital externo não depende apenas de fatores atrativos internos, mas também de fatores impulsionadores de natureza global. Períodos de maior crescimento da economia mundial, combinados com menor aversão ao risco e taxas de juros de longo prazo mais reduzidas, tendem a diminuir o custo de oportunidade para os investidores globais, estimulando o aumento do investimento em economias emergentes. A Tabela 6 analisa a relevância desses fatores externos sobre os fluxos de Investimento Estrangeiro Direto (IED) para o Brasil. Os resultados indicam que períodos de valorização do mercado acionário norte-americano exercem impacto positivo e estatisticamente significativo sobre a entrada de IED no país, evidenciando que a disponibilidade de poupança externa está condicionada, em parte, às condições econômicas vigentes nas economias financiadoras.

EXERCÍCIOS DE ROBUSTEZ

Tabela 7 apresenta alguns exercícios para analisar a robustez dos resultados. Conforme discutidos anteriormente, talvez a taxa de câmbio nominal não seja um indicador adequado para mensurar o grau de competitividade da economia doméstica. A especificação (1) mostra os resultados utilizando a taxa de câmbio real ao invés da taxa nominal. Os resultados encontrados não se alteraram, corroborando que uma apreciação da moeda doméstica é benéfica com relação ao fluxo de investimento estrangeiro direto.

TABELA 7 : RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO - DETERMINANTES DO IED - BRASIL

| Variável dependente: Log (IED) | | | | | | | |
|------------------------------------|--------------------|--------------------|----------------------|----------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) |
| Crescimento | 0.210 (0.24) | 1.30** (0.55) | 0.029 (0.31) | 1.30** (0.55) | -0.021 (0.28) | 0.57 (0.40) | 1.02** (0.47) |
| FX Real | -0.72* (0.29) | | | 1.08** (0.50) | -0.98** (0.38) | | -0.79** (0.44) |
| FX Nominal | | 0.65*** (0.35) | -0.69*** (0.39) | | | -1.50* (0.28) | |
| Inflação | -0.060* (0.010) | -0.042* (0.014) | -0.024*** (0.013) | -0.067* (0.022) | -0.023** (0.012) | -0.062* (0.018) | -0.075* (0.018) |
| Abertura | 21.3* (3.60) | 6.72 (4.38) | 10.4* (2.49) | 11.2** (5.39) | 9.80* (2.26) | 21.9* (4.80) | 28.9* (6.27) |
| Crédito | 1.49* (0.44) | 2.91* (0.78) | 0.23 (0.56) | 4.18* (1.03) | -0.15 (0.52) | 0.94** (0.49) | 2.18* (0.79) |
| Tributos | 0.53 (0.44) | -2.03 (1.48) | 0.82 (0.80) | -3.52** (1.59) | 0.75 (0.73) | 0.78 (0.55) | 0.73 (0.54) |
| Risco país | -1.21** (0.089) | -0.38** (0.18) | -0.90* (0.27) | -0.79** (0.35) | -0.79* (0.20) | -1.61* (0.29) | -1.74* (0.30) |
| Volatilidade | -0.026 (0.044) | -0.087 (0.063) | -0.034 (0.13) | -0.112*** (0.065) | -0.031 (0.12) | -0.046 (0.082) | -0.11 (0.089) |
| SP500 | 0.62* (0.15) | 1.58* (0.51) | 0.68*** (0.39) | 1.75* (0.43) | 0.66** (0.28) | 0.40** (0.19) | 0.60* (0.21) |
| VIX | 0.22 (0.89) | -0.17 (0.31) | 0.16 (0.15) | -0.26 (0.27) | 0.27 (0.17) | 0.13 (0.12) | 0.23 (0.21) |
| Treasury | 0.085 (0.079) | 0.093 (0.44) | -0.0036 (0.092) | -0.43 (0.52) | 0.0064 (0.089) | 0.029 (0.11) | 0.11 (0.10) |
| Observações | 120 | 60 | 60 | 60 | 60 | 120 | 120 |
| R ² | 0.68 | 0.87 | 0.77 | 0.87 | 0.78 | 0.67 | 0.64 |
| R ² _{ajustado} | 0.57 | 0.73 | 0.68 | 0.73 | 0.67 | 0.58 | 0.55 |
| Critério | AIC | AIC | AIC | AIC | AIC | AIC | AIC |
| Dummy Crise | Sim | Não | Não | Não | Não | Sim | Sim |

Tabela 7: Resultados da relação de longo-prazo entre as variáveis. Abertura comercial é a razão entre importações mais exportações (% PIB); FX Nominal é a taxa de câmbio nominal em relação a uma cesta de moedas. FX Real é a taxa de câmbio efetiva real do World Development Indicators. Crédito é a razão de crédito às firmas (% PIB); Tributos é a receita do governo como proporção do PIB segundo o Tesouro Nacional. SP500 é a evolução do índice acionário norte-americano. Treasury é o rendimento do título do Tesouro norte-americano de 10 anos. VIX é a volatilidade implícita do SP500. *, ** e *** representam, respectivamente, significância estatística a 1%, 5% e 10%.

Estudos como os de Carminati e Fernandes (2013) e de Matos, Cassuce e Campos (2007) apresentam resultados divergentes em relação ao impacto da taxa de câmbio sobre o Investimento Estrangeiro Direto (IED). Esses autores argumentam que a depreciação cambial favoreceria a atração de capital externo, ao ampliar a vantagem competitiva do país.

As Especificações (2) a (5) dividem a amostra em dois períodos de igual duração: de 1995T1 a 2009T4 e de 2010T1 a 2024T4. As Especificações (2) e (4) referem-se ao primeiro período, enquanto as Especificações (3) e (5) se aplicam ao período subsequente. Os resultados indicam a ocorrência de uma mudança estrutural na economia brasileira ao longo do tempo. Entre 1995 e 2009, a taxa de câmbio apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo, corroborando os achados dos autores mencionados, com elasticidade semelhante à estimada por Matos, Cassuce e Campos (2007). No entanto, entre 2010 e 2024, o efeito da taxa de câmbio tornou-se negativo e estatisticamente significativo, sendo esse comportamento o que prevalece na amostra completa. Esse resultado pode refletir a perda de relevância da indústria no produto interno bruto e o fortalecimento do setor de serviços, bem como o direcionamento dos fluxos de capital externo para setores como o de infraestrutura. Nesses casos, a desvalorização cambial representa um fator de risco, dado que muitas dessas empresas possuem passivos em moeda estrangeira e receitas denominadas em moeda local. Esse resultado permanece robusto mesmo quando se utiliza a taxa de câmbio real em substituição à taxa nominal.

As Especificações (6) e (7) utilizam, em substituição ao total do Investimento Estrangeiro Direto (IED), apenas a variável referente à participação de capital, excluindo os empréstimos intercompanhias. Os resultados anteriormente obtidos se mantêm robustos, sem alterações significativas. De modo geral, os resultados mostram-se consistentes nas diferentes especificações. Destaca-se que a taxa de crescimento do PIB permanece estatisticamente significativa no período de 1995 a 2009, enquanto a variável relacionada ao crédito perde significância estatística no período de 2010 a 2024 — o que pode refletir uma possível melhora estrutural do sistema financeiro brasileiro.

ANÁLISE DE VETORES AUTOREGRESSIVOS

Conforme descrito, este trabalho utiliza um modelo de vetor autorregressivo (VAR) para analisar a robustez dos resultados, com especial atenção ao impacto dos choques nas variáveis selecionadas sobre o Investimento Estrangeiro Direto (IED). Inicialmente, foram seguidos os

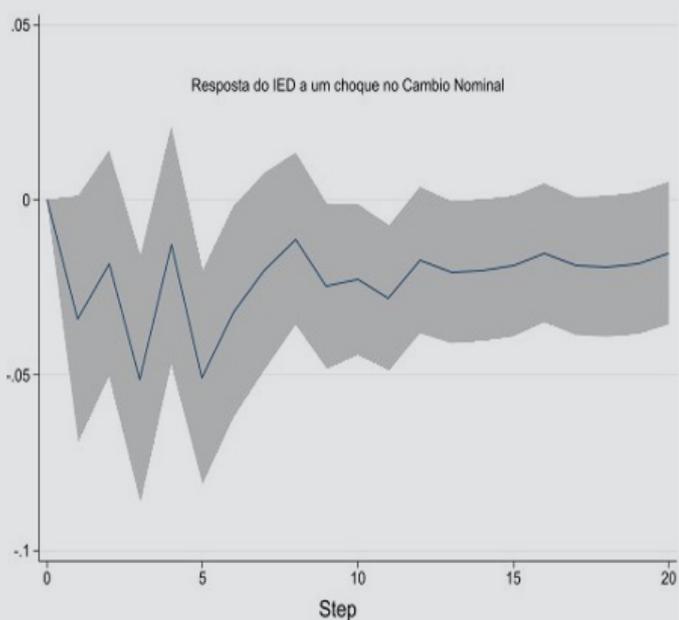
procedimentos usualmente adotados na literatura para a definição da estrutura ótima do modelo econométrico. A seleção do número de defasagens foi realizada com base nos critérios de Akaike (AIC), Schwarz (BIC) e

Hannan-Quinn (HQ), cujos resultados indicaram a escolha de um VAR com quatro defasagens. A identificação estrutural dos choques foi conduzida por meio da decomposição de Cholesky, assumindo-se as variáveis externas como exógenas. As Figuras 1 e 2 apresentam, respectivamente, as funções de resposta a impulso subsequente e acumulada — sendo esta última representativa do impacto total ao longo dos trimestres.

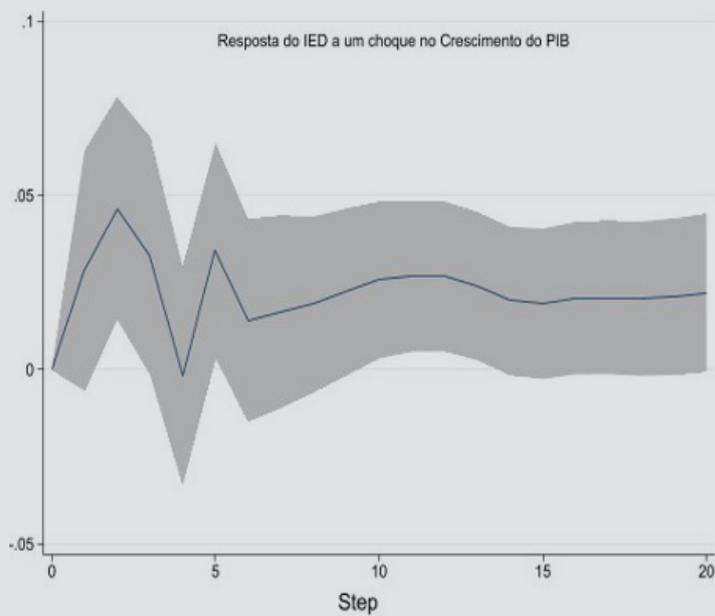
A resposta a impulso em um VAR é uma ferramenta essencial para entender como choques em uma variável afetam as outras variáveis do sistema ao longo do tempo. A resposta ao impulso mede a dinâmica das interações entre as variáveis de um modelo VAR após um choque exógeno. É a trajetória que uma variável segue ao longo do tempo após um choque (ou impulso) em outra variável do sistema. Esse choque é tipicamente um aumento inesperado em uma das variáveis do VAR. Como exemplo, estamos interessados no efeito de uma depreciação da taxa de câmbio sobre o investimento estrangeiro direto. Assim, a resposta a impulso em um VAR nos permite analisar a transmissão de choques entre variáveis macroeconômicas.

Os resultados apresentados nas Figuras 1 e 2 confirmam a relação positiva entre o crescimento econômico e o Investimento Estrangeiro Direto (IED). Um choque positivo na taxa de crescimento do PIB resulta em maior atração de capital externo. Observa-se que esse efeito é altamente persistente, mantendo-se positivo por mais de 20 trimestres, o que reforça a importância de o país alcançar um crescimento sustentável. Os resultados também indicam que medidas voltadas ao desenvolvimento do mercado financeiro — representado pela razão crédito/PIB — exercem impacto positivo sobre os fluxos de IED. De forma semelhante, choques positivos no grau de abertura comercial também se traduzem em aumento do investimento estrangeiro. Destaca-se, ainda, que o impacto de um choque no crescimento econômico apresenta maior magnitude e persistência em comparação aos demais fatores analisados, evidenciando sua relevância para a atração de capital externo.

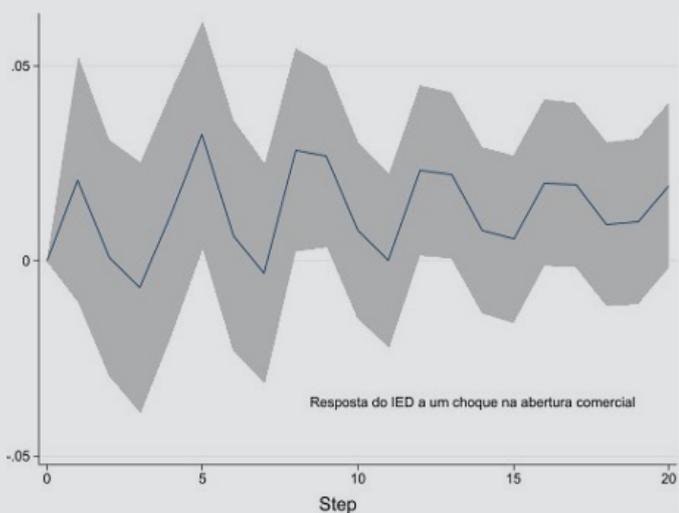
FIGURA 1: RESPOSTA DO IED A CHOQUES - BRASIL (1995T1 - 2024T4)



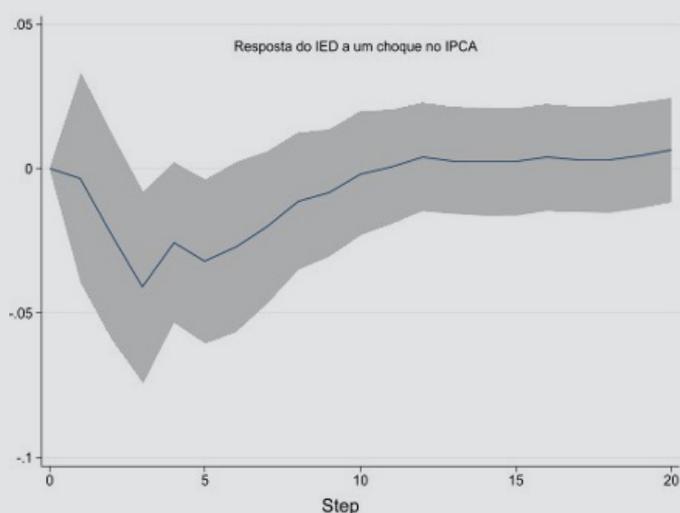
(a) Taxa de Câmbio Nominal



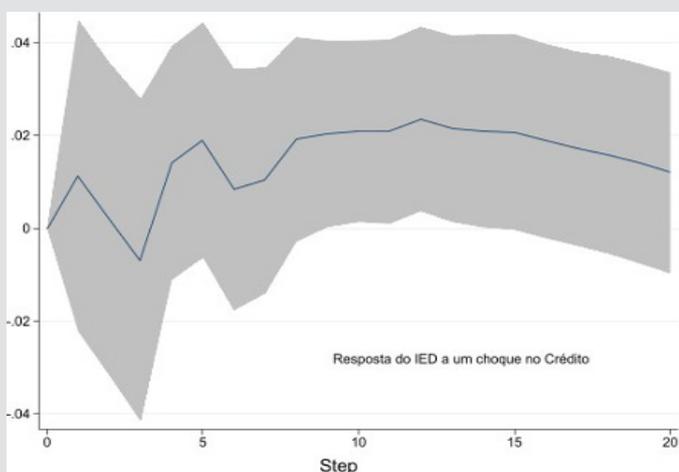
(b) Crescimento do PIB



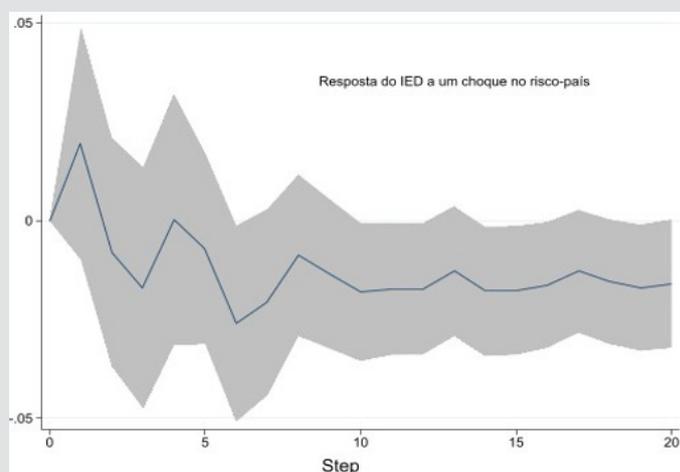
(c) Abertura Comercial



(d) Inflação

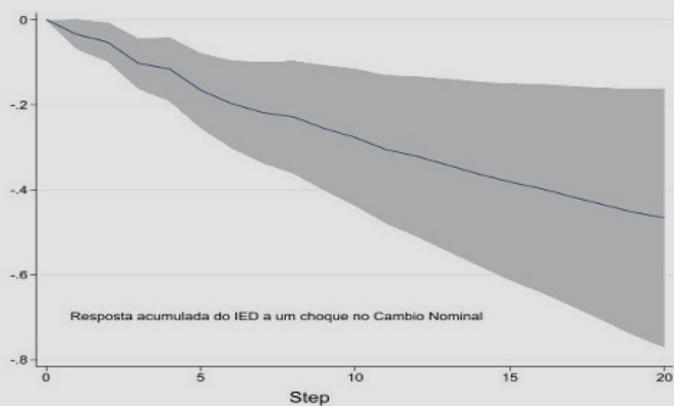


(e) Crédito

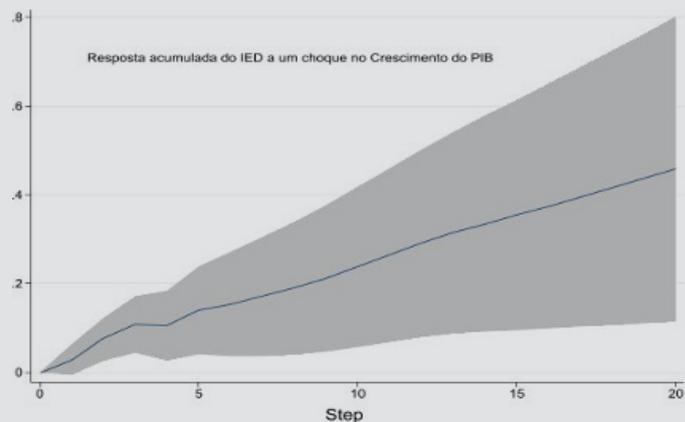


(f) Risco-país (EMBI+)

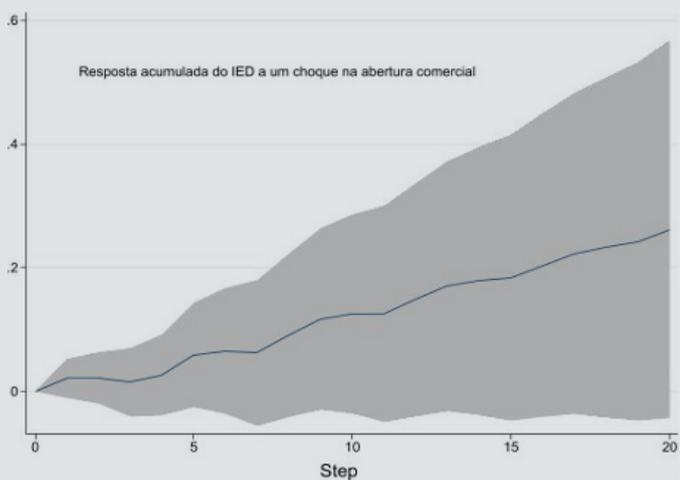
FIGURA 2: RESPOSTA ACUMULADA DO IED A CHOQUES - BRASIL (1995T1 - 2024T4)



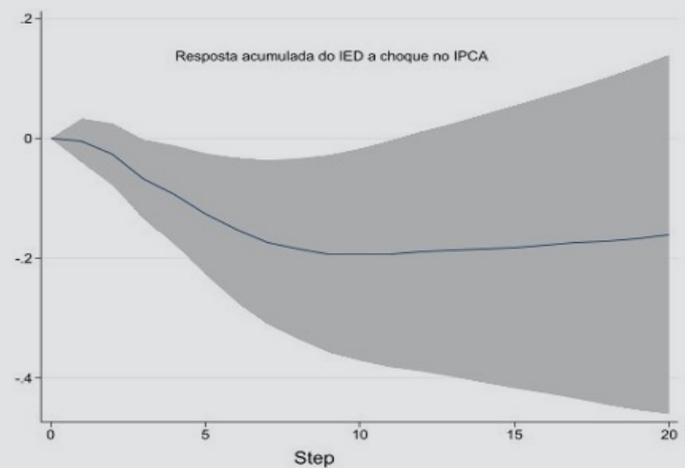
(a) Taxa de Câmbio Nominal



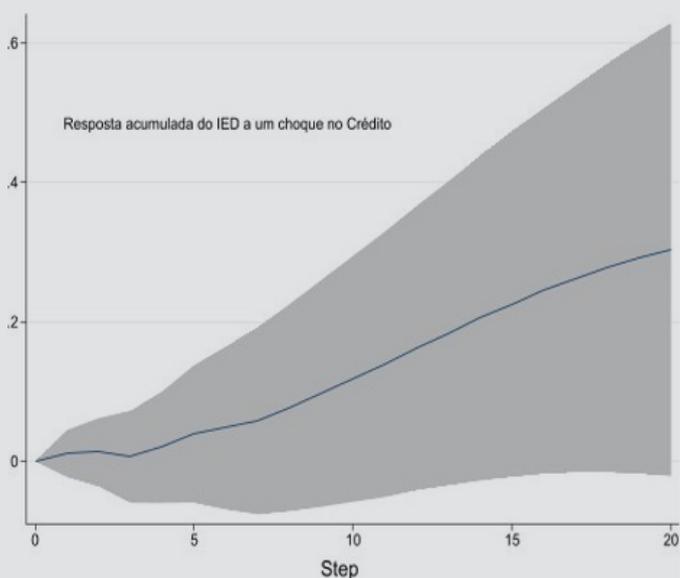
(b) Crescimento do PIB



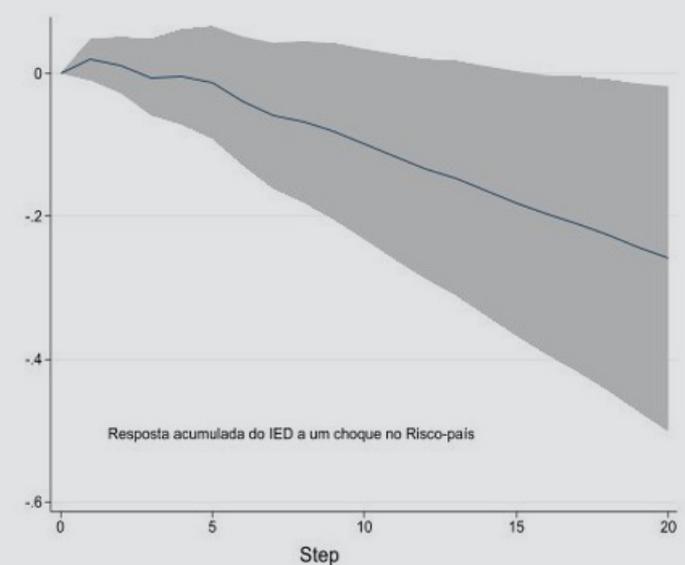
(c) Abertura Comercial



(d) Inflação



(e) Crédito



(f) Risco-país (EMBI+)

Os resultados apresentados nas Figuras 1 e 2 confirmam que a estabilidade macroeconômica constitui uma condição necessária para a maior atração de capital externo. Tanto aumentos na taxa de inflação quanto elevações no risco-país provocam uma queda persistente no fluxo de Investimento Estrangeiro Direto (IED). Investidores internacionais tendem a associar a instabilidade econômica a efeitos adversos sobre o capital investido, o que reduz as expectativas de crescimento das empresas e, conseqüentemente, desestimula a realização de novos investimentos.

Destaca-se, de forma especial, a resposta do Investimento Estrangeiro Direto (IED) a choques na taxa de câmbio. As Figuras 1 e 2 corroboram as análises anteriores ao evidenciarem o efeito negativo das desvalorizações cambiais sobre a entrada de capital externo. Uma taxa de câmbio mais desvalorizada acarreta uma queda persistente e estatisticamente significativa nos fluxos de IED para o país. Trata-se de uma questão relevante para o desenho da política econômica. Embora a desvalorização cambial possa beneficiar empresas exportadoras, especialmente em economias fortemente inseridas nas cadeias globais de valor, o caso brasileiro impõe limitações importantes. O país ainda apresenta participação marginal nas cadeias produtivas globais, em especial no setor de manufaturas, e enfrenta necessidades significativas de capital para o financiamento de sua infraestrutura. Isso impõe um dilema: uma taxa de câmbio depreciada pode, ao mesmo tempo, favorecer setores exportadores e desestimular o investimento externo em setores voltados ao mercado interno — como serviços e infraestrutura — cuja receita é majoritariamente denominada em moeda local. Nesse contexto, iniciativas que busquem mitigar o risco cambial para esses setores são desejáveis, a fim de ampliar a atratividade do país junto a investidores internacionais.

POLÍTICAS PÚBLICAS PARA UMA MAIOR ATRAÇÃO DE IED

O conjunto de resultados apresentados neste estudo indica que o país dispõe de margem para a implementação de reformas com elevado potencial para atrair capital externo, impulsionando, assim, a produtividade e o crescimento econômico. Os achados mostram que economias com melhor governança — especialmente aquelas que apresentam maior estabilidade política, qualidade regulatória, eficiência governamental e respeito ao Estado de Direito — tendem a receber volumes mais elevados de Investimento Estrangeiro Direto (IED). Além disso, a estabilidade macroe-

conômica, a maior abertura ao comércio internacional e o desenvolvimento do mercado financeiro se revelam fatores cruciais para a ampliação dos fluxos de capital externo. Esses elementos, quando combinados, contribuem para a criação de um ambiente mais favorável ao investimento e ao fortalecimento das bases do crescimento sustentável.¹³

As deficiências na governança do setor público, combinadas com uma administração estatal pesada, prejudicam a sustentabilidade fiscal, a eficiência e a eficácia, impedindo assim o crescimento e o desenvolvimento. A governança do setor público no Brasil - entendida como as estruturas, regras e sistemas que moldam as operações e a prestação de contas do governo - é fraca. Falhas como planejamento estratégico e operacional deficiente, definição imprecisa de responsabilidades, monitoramento de desempenho insuficiente e avaliação fraca do cumprimento de metas e padrões, colocam sérios problemas, dado o tamanho do Estado brasileiro. Todos estes fatores tornam o Estado vulnerável à captura e ao comportamento de busca de renda tanto de agentes externos quanto internos e criam uma economia política complexa que dificulta a implementação de ajustes fiscais quando estes afetam os grupos de interesse. Mais crucial ainda, a captura e a busca de renda estão no centro da ineficiência e ineficácia no funcionamento do Estado, o que não é propício ao crescimento da produtividade e desenvolvimento.

O país pode aprimorar a qualidade da sua regulação. O Brasil tem uma abordagem altamente distorcida da regulação do mercado. De acordo com o indicador PMR em 2023/2024, a estrutura regulatória do Brasil é menos competitiva do que seus pares internacionais, ficando aquém da média da OCDE e de outras economias latino-americanas. O marco regulatório no Brasil cria barreiras à concorrência, gerando obstáculos à entrada de empresas, inibindo a saída de empresas ineficientes ou restringindo atividades em setores profissionais e de rede. Regulações de alta qualidade podem aumentar a produtividade incentivando a alocação eficiente de recursos e incentivando a inovação. Como resultado, essas políticas podem reduzir os preços ao consumidor, estimular a criação de empregos e ajudar a melhorar os padrões de vida (OCDE, 2022). A adoção de uma

13. O trabalho não tem o objetivo de fazer uma análise detalhada das reformas. Veja Rossi (2024) para maiores detalhes e discussão.

estrutura regulatória simples e transparente e a garantia de conformidade reduziriam o risco regulatório e melhorariam o clima de negócios. A eliminação de responsabilidades redundantes entre as agências reguladoras reduziria os custos de conformidade e reforçaria a confiança dos negócios. A eficiência das agências reguladoras também se beneficiaria de maior independência e autonomia financeira, e do recrutamento de pessoal com base em qualificações técnicas. O país pode simplificar a regulação e alavancar a tecnologia para agilizar os processos administrativos. O controle regulatório mais forte e a transparência ajudariam a limitar o crescimento das obrigações regulatórias e garantir que seus benefícios superem seus custos. Além disso, novas tecnologias poderiam ajudar a reduzir atrasos, consolidar serviços e reduzir a necessidade de visitas presenciais a repartições públicas.

O Brasil tem o desafio de aumentar a eficiência do governo. Grande parte dos gastos públicos é realizada sem uma análise sistemática de seu impacto. Segundo o IPEA (2018), nenhuma das quatro principais iniciativas governamentais que receberam R\$173 bilhões em subsídios atingiu seus objetivos. A abundância de gastos tributários sem objetivo estratégico abrangente implica uma interação de captura e rent seeking entre o Estado, o setor privado e a sociedade em geral. O governo federal deve aperfeiçoar seu sistema de avaliação de políticas. O Conselho de Monitoramento e Avaliação de Políticas Públicas (CMAP), fundado em 2019, é responsável por avaliar os programas financiados por meio de gastos diretos e subsídios fiscais. Após a conclusão de seu estudo, o CMAP faz recomendações aos formuladores de políticas. Além disso, a emenda constitucional 109 exige a revisão das políticas públicas nos níveis federal e subnacional para toda a administração pública. As preocupações com a governança, no entanto, continuam a impedir o feedback sistemático das avaliações no processo orçamentário. Além disso, ferramentas valiosas para orientar a alocação do orçamento e melhorar o desenho de políticas, como avaliações ex ante, não foram implementadas. Por fim, estados e municípios continuam um passo atrás: carecem de mecanismos consistentes de avaliação de políticas e recursos, deixando espaço para escolhas orçamentárias mais políticas do que técnicas.

Com o intuito de reforçar a estabilidade macroeconômica, o país deve aumentar a coordenação entre a política monetária e fiscal para alcançar melhores resultados em termos de redução da inflação. Além disso, as perspectivas para a economia brasileira dependem muito da capacidade do país de garantir a sustentabilidade fiscal por meio de reformas. O

controle dos riscos fiscais galopantes tornou-se crítico para fomentar a confiança, o investimento e o crescimento. Por outro lado, a incapacidade de enfrentar tais riscos provavelmente desencadeará cenários de estresse prejudiciais ao crescimento e a atração de capital externo.

Nos próximos anos, o setor público brasileiro deverá reavaliar de forma mais profunda suas despesas, incluindo os gastos orçamentários obrigatórios. Nesse contexto, a eficiência do gasto público torna-se um elemento central no debate fiscal. Estudo do Banco Mundial indica que medidas voltadas à melhoria da eficiência dos gastos públicos poderiam gerar uma economia equivalente a 8,36% do PIB. Além da necessidade de reformas e de esforços direcionados à eficiência em áreas específicas, o Brasil demanda uma transformação mais profunda em sua abordagem de formulação de políticas públicas. Trata-se de incorporar, de maneira sistemática, a formulação de políticas baseadas em evidências. Para isso, é essencial promover maior ênfase na efetividade da prestação de serviços, adotar amplamente conceitos modernos para o desenho, implementação e monitoramento das ações do Estado, bem como estabelecer procedimentos que assegurem a prestação de contas e a transparência. Esses elementos compõem um pacote necessário para sustentar tanto o crescimento econômico quanto a equidade social.

Com o intuito de responder às necessidades sociais do país, mantendo a agenda de consolidação fiscal, dependerá da melhoria da qualidade dos gastos públicos. As instituições federais em todos os três níveis de governo enfrentam fortes restrições fiscais. Para aumentar o impacto econômico e social dos gastos governamentais, os governos devem racionalizar os gastos e melhorar a eficiência dos recursos públicos. A experiência global demonstra que vários procedimentos, incluindo revisões de gastos públicos, (ii) a implantação de um Marco Fiscal de Médio Prazo e (iii) um sistema público de gestão de investimentos e custos, podem melhorar a qualidade dos gastos e ampliar o espaço para investimentos e atividades sociais. Os resultados do trabalho confirmam que o risco cambial limita a entrada de capital estrangeiro, especialmente de longo prazo, principalmente para projetos de infraestrutura, pois as opções de hedge (proteção) são escassas e proibitivamente caras. Neste sentido, iniciativas como o ECOINVEST que tenta viabilizar instrumentos de proteção cambial são positivos para reduzir o risco cambial e atrair mais investimentos externos.

Os resultados também reforçam a necessidade de avançar na agenda de política comercial. O Brasil carece de uma estratégia consistente de inte-

gração internacional. Embora sucessivos governos tenham tomado medidas para uma maior integração, estas não têm correspondido às políticas comerciais seguidas por países igualmente desenvolvidos nas últimas décadas. A proteção comercial do Brasil sufoca sua participação no comércio global, bem como sua competitividade e crescimento da produtividade. As tarifas sobre bens de capital são particularmente severas, indicando uma perspectiva ruim para o potencial de oferta do país. O Brasil carece da extensa rede de tratados de livre comércio (TLCs) que muitas outras economias da região possuem e não tem TLCs com seus três maiores parceiros comerciais: China, UE e Estados Unidos.

As barreiras não tarifárias e a burocracia também limitam o comércio internacional. O Brasil usa medidas não tarifárias, como regulamentações sanitárias e técnicas, políticas de componentes nacionais e obstáculos técnicos à importação, mais do que qualquer outro país do mundo. O setor manufatureiro brasileiro em particular é protegido por barreiras não tarifárias em níveis superiores à média mundial (SAE, 2018).

O país também deve melhorar a facilitação do comércio e reforçar a logística para as exportações. O Brasil poderia diminuir os custos de administração do comércio consolidando todos os processos de importação em uma única janela eletrônica de comércio exterior e simplificando os procedimentos aplicáveis. Otimizar e automatizar os processos aduaneiros e de fronteira, e seus sistemas de apoio.

Por fim, o país pode desenvolver mais fortemente seu mercado financeiro. O sistema financeiro do Brasil está entre os maiores e mais sofisticados da América Latina, mas o financiamento disponível para as empresas é escasso e caro. Balassiano e Vidal (2019) mostram que o Brasil tem o segundo maior spread bancário do mundo, devido a uma variedade de fatores. Por exemplo, a recuperação de crédito por meios judiciais no Brasil está entre as mais baixas do mundo: apenas US\$0,11 para cada US\$1 emprestado é recuperado. No Japão, que tem o menor spread bancário do mundo, US\$0,92 é recuperado para cada US\$1 emprestado, e a média global é de US\$0,34 por US\$1 emprestado. Outros estudos citam fatores adicionais: custos associados ao provisionamento, altos níveis de empréstimos improdutivos, tributação, altos custos operacionais para os bancos (incluindo custos de mão-de-obra), e alta concentração e pouca concorrência entre os bancos. A importância relativa de cada fator depende do tipo de crédito (PMEs, grandes empresas, famílias, ou capital de giro). Como resultado, nem os bancos nem os mercados de capital atendem às necessidades de

financiamento de longo prazo do setor privado do Brasil. O sistema bancário oferece crédito principalmente para financiamento de curto prazo de famílias e empresas. As pequenas e médias empresas (PMEs) enfrentam especialmente baixa liquidez e altos custos para financiamentos de longo prazo, e o mercado para emissões de títulos de longo prazo ainda não se desenvolveu totalmente.

O acesso ao financiamento de longo prazo continua a ser um desafio. Apenas 1,5% de todos os instrumentos de renda fixa emitidos por emissores públicos e privados têm vencimento superior a cinco anos. O apetite de risco dos investidores foi diminuído pelas altas taxas de juros e um histórico de inflação, desencorajando a emissão de títulos corporativos de longo prazo. Além disso, os investidores institucionais brasileiros hesitam em assumir o risco de construção associado a projetos de infraestrutura, que normalmente dependem do apoio do BNDES ou de outros patrocinadores públicos, e carecem de competência em financiamento de projetos.

Os empréstimos dos bancos comerciais têm sido tradicionalmente a principal fonte de financiamento de infraestrutura em todo o mundo, mas no Brasil representa apenas 19% do total. Embora os mercados de capitais do Brasil tenham uma importante vantagem de escala em relação ao resto da região da ALC, as empresas precisam de melhores incentivos para usá-los na captação de dívida e capital próprio. Uma estrutura institucional mais forte e de frequência de 75,62% para medidas não tarifárias - comparadas a médias internacionais de 71,98% e 43,04%, respectivamente - embora as exportações brasileiras tenham uma taxa de cobertura de 50,04% e uma taxa de frequência de 38,71%.

Um melhor ambiente de investimento reforçariam a confiança dos investidores e o apetite ao risco, aumentando assim a participação do setor privado no financiamento de longo prazo. A melhoria da infraestrutura financeira e dos sistemas de garantia para as PMEs são especialmente importantes para promover a concorrência e expandir a inclusão financeira. A construção de sistemas confiáveis de compartilhamento de informações nos mercados de títulos e ações poderia reduzir a assimetria de informações. Além disso, as autoridades devem identificar, promover e desenvolver instrumentos de pooling e de economia digital para expandir o acesso aos mercados de títulos, especialmente para as PMEs. As garantias de crédito, apoiadas por mecanismos adequados de mitigação de risco, são fundamentais para apoiar PMEs viáveis e eficientes. A aprovação do novo marco de garantias, que está atualmente no Congresso, seria um passo na direção certa.

CONCLUSÕES

As reformas desempenham um papel fundamental na criação de um ambiente propício à atração de investimento estrangeiro direto, ao reduzir barreiras estruturais, aumentar a transparência e melhorar o clima de negócios. O estudo mostra que a estabilidade macroeconômica, clareza regulatória, abertura comercial, bem como avanços na governança pública, estão entre os principais fatores que influenciam a percepção dos investidores sobre a atratividade de um país. Quando implementadas de forma consistente, essas reformas sinalizam um compromisso crível com o desenvolvimento econômico de longo prazo, reduzindo o risco percebido e incentivando a entrada contínua de capital externo.

Além disso, reformas que alinham as instituições domésticas às melhores práticas internacionais fortalecem a confiança dos investidores e promovem maior eficiência na alocação de recursos. Em especial, mudanças que ampliam a segurança jurídica, simplificam os procedimentos para abrir e operar empresas e garantem mecanismos eficazes de resolução de disputas contribuem significativamente para melhorar o ambiente de negócios. Essas medidas não apenas atraem novos investimentos, como também estimulam a reinversão por parte de empresas estrangeiras já instaladas. Em última instância, uma estratégia baseada em reformas estruturais que abrangem tanto os fundamentos econômicos quanto a qualidade institucional é essencial para aumentar a competitividade dos países na disputa global por capital.

O estudo também mostra que o risco cambial é um fator crucial na decisão de investidores estrangeiros, pois afeta diretamente a rentabilidade esperada dos investimentos. Nos últimos anos, depreciações abruptas na taxa de câmbio geraram perdas significativas para alguns setores com especial atenção ao setor de infraestrutura. A depreciação cambial pode elevar o custo de insumos importados e comprometer contratos de financiamento em moeda estrangeira, aumentando a percepção de risco. Para mitigar esses efeitos e atrair mais IED, é essencial que o país adote políticas macroeconômicas consistentes, mantenha reservas internacionais adequadas, fortaleça a credibilidade da política monetária e cambial e, no curto-prazo, crie instrumentos de hedging para as empresas reduzirem o risco cambial de seus balancetes.

O estudo indica que pesquisas futuras sobre os determinantes do investimento estrangeiro direto (IED) por setor representam uma agenda promissora para aprofundar a compreensão sobre os fatores específicos que influenciam a alocação de capital externo em diferentes segmentos da economia. Enquanto estudos agregados oferecem uma visão geral dos condicionantes do IED, análises setoriais permitem identificar nuances importantes — por exemplo, o peso relativo de infraestrutura, qualificação da força de trabalho, estabilidade regulatória ou acesso a insumos pode variar significativamente entre setores como manufatura, agronegócio, serviços financeiros ou tecnologia. Investigações mais granulares também podem revelar como políticas públicas, incentivos fiscais e marcos regulatórios afetam a atratividade de setores estratégicos, contribuindo para o desenho de estratégias mais eficazes de atração de investimentos. Além disso, pesquisas que combinem dados quantitativos com estudos de caso qualitativos podem capturar fatores institucionais e informais frequentemente negligenciados em abordagens mais agregadas.

Instituto Esfera de Estudos e Inovação

Avaliação das Reformas para Fomentar o Investimento Estrangeiro Direto no Brasil

José Luiz Rossi Júnior

Diretor Acadêmico: Fernando Meneguim

Produção e Montagem: Esfera Brasil

Direção de Comunicação: Igor Marcelino

Revisão Textual: Luís Filipe Pereira e Nina Gattis

Diagramação e Ilustrações: Gabriel Piante



O conteúdo deste trabalho é de responsabilidade dos autores e não representa o posicionamento da Esfera Brasil. É permitida a reprodução deste texto e dos dados contidos, desde que seja citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

Como citar este texto:

Júnior, R. L. J.. **Avaliação das Reformas para Fomentar o Investimento Estrangeiro Direto no Brasil** São Paulo: Instituto Esfera de Estudos e Inovação, Jun 2025.

REFERENCES

Agarwal, J.P. (1980). Determinants of foreign direct investment: a survey, *Weltwirtschaftliches Archiv*, No.116, pp. 739-77.

Ang, J. B. (2008). "Financial Development and Technology Adoption. *European Economic Review*, 52(5), 743–758.

Ahmad, M. H., & Ahmed, Q. M. (2014). Does institutional quality matter to attract the and growth: new evidence from Latin America. *European Journal of Political Economy*, 19(3), 529-545.

Alfaro, Laura. (2017). Gains for Foreign Direct Investment: Macro and Micro Approaches. Supplement, *World Bank Economic Review* 30 (S1): S2–S15.

Arslan, Ü. (2016). The Relationship between Foreign Direct Investment and Democracy: Evidence from Turkey. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 705–710.

Bacha, E. L., e Bonelli, R. (2011). Crescimento e produtividade no Brasil: o que nos diz o registro de longo prazo. In F. Giambiagi, S. R. Além, F. V. Garcia, B. A. Gonçalves (Orgs.), *Brasil: o crescimento possível* (pp. 23–52). Elsevier.

Balasubramanyam, V. N., Salisu, M., & Sapsford, D. (1996). Foreign direct investment and growth in EP and IS countries. *The Economic Journal*, 106(434), 92-105.

Blalock, G., & Gertler, P. J. (2008). Welfare gains from foreign direct investment through technology transfer to local suppliers. *Journal of International Economics*, 74(2), 402-421.

Bengoa, M., & Sanchez-Robles, B. (2003). Foreign direct investment, economic freedom and growth: new evidence from Latin America. *European Journal of Political Economy*, 19(3), 529-545.

Borensztein, E.; DE Gregorio, J.; Lee, J. W. (1998) How does foreign direct investment affect economic growth? *Journal of international economics*, v. 45, p. 115-135.

Carminatti, J. (2010). O impacto do investimento direto estrangeiro no crescimento da economia brasileira, 1986-2009. Dissertação (Mestrado) – Departamento de Economia, Universidade Federal de Viçosa (UFV).

Carminatti, J.; Fernandes, E. (2013). Impacto do Investimento Estrangeiro Direto no Crescimento da Economia Brasileira. *Planejamento e Políticas Públicas*, IPEA, nº 41, julho 2013.

Crespo, N., & Fontoura, M. P. (2007). Determinant factors of FDI spillovers: What do we really know? *World Development*, 35(3), 410-425.

De Negri, F.; Laplane, M. (2009). Fatores locacionais e o investimento estrangeiro em pesquisa e desenvolvimento: evidências para o Brasil, Argentina e México. Rio de Janeiro, dez. 2009. (Texto para Discussão, n. 1.454).

Engle, R. F., Granger, C. W. J. (1987). Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing. *Econometrica*, 55(2), 251–276.

Froot, K. A., Stein, J. C. (1991). Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(4), 1191–1217.

Hassler, U., Wolters, J. (2006). Autoregressive Distributed Lag Models and Cointegration. In O. Hübler J. Frohn (Eds.), *Modern Econometric Analysis* (pp. 57–72). Springer.

Havránek, T., & Iršová, Z. (2011). Estimating vertical spillovers from FDI: Why results vary and what the true effect is. *Journal of International Economics*, 85(2), 234-244.

Hollweg, C. H., & Rocha, N. (2018). GVC Participation and Deep Integration in Brazil. World Bank Policy Research Working Paper No. 8646.

Javorcik, B. S. (2004). Does foreign direct investment increase the productivity of domestic firms? In search of spillovers through backward linkages. *American Economic Review*, 94(3), 605-627.

Kolstad, I., & Villanger, E. (2008). Determinants of foreign direct investment in services. *European Journal of Political Economy*, 24(2), 518-533.

Laplane, M.; Sarti, F. (1999). Investimento direto estrangeiro e o impacto na balança comercial nos anos 90. Brasília: Ipea, 1999. (Texto para Discussão, n. 629).

Lily, J., Kogid, M., Mulok, D., Thien, F. C., and Asid, R. (2014). Exchange Rate Movement and Foreign Direct Investment in ASEAN Economies. *The International Journal of Economics and Finance*, 6(1), 103–111.

Lima junior, A.; Jayme junior, F. (2006). Determinantes do investimento direto estrangeiro no Brasil (1996-2003): um estudo com dados em painel. In: Encontro Nacional de Economia política, 11. Vitória: SEP, 2006.

Lima junior, A.; Jayme junior, F. (2008). Investimento direto estrangeiro e implicações macroeconômicas no Brasil. *Revista análise econômica*, Porto Alegre, ano 26, n. 49, p. 87-114, mar. 2008.

Lin, F. (2011). Labor Quality and Inward FDI: A Firm-Level Empirical Study in China. *China & World Economy*, 19(3), 68–86.

Lin, P., Liu, Z., & Zhang, Y. (2009). Do Chinese domestic firms benefit from FDI inflow? Evidence of horizontal and vertical spillovers. *China Economic Review*, 20(4), 677-691.

Lu, Y., Tao, Z., & Zhu, L. (2017). Identifying FDI spillovers. *Journal of International Economics*, 107, 75-90.

Mattos, L. B.; Cassuce, F. C. C.; Campos, A. C. (2007). Determinantes dos investimentos estrangeiros no Brasil, 1980-2004. *Revista economia contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 11 n. 1, p. 39-60, jan./abr. 2007.

Mesquita Moreira, M., Stein, E. H., Li, K., Merchán, F., Volpe Martincus, C., Blyde, J. S., Trachtenberg, D., Cornick, J., Frieden, J., Rodríguez Chatruc, M., Vlaicu, R., Zuluaga, V., Bril-Mascarenhas, T., Ardila, S., Ghezzi, P., & Reardon, T. (2019). *Trading Promises for Results: What Global Integration Can Do for Latin America and the Caribbean*. Inter-American Development Bank.

Moreira, M. (1999). *Estrangeiros em uma economia aberta: impactos recentes sobre produtividade, concentração e comércio exterior*. São Paulo: BNDES, mar. 1999. (Texto para Discussão, n. 67).

Nonnenberg, M. J. B.; Mendonça, M. J. C. (2005). Determinantes dos investimentos diretos externos em países em desenvolvimento. *Estudos econômicos*, São Paulo, v. 35, n. 4, p. 631-655, out./dez. 2005.

Paus, E. A., & Gallagher, K. P. (2008). Missing links: Foreign investment and industrial development in Costa Rica and Mexico. *Studies in Comparative International Development*, 43(1), 53-80.

Peres, S. C., & Yamada, T. H. (2014). Determinantes do investimento estrangeiro direto no Brasil: uma aplicação do modelo de vetores autorregressivos (VAR) no período 1980-2010. *Economia e Desenvolvimento*, 26(2), 1-20.

Pesaran, M. H., Shin, Y., Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289-326.

- Sabir, S., Rafique, A., & Abbas, K. (2019). Institutions and FDI: Evidence from developed and developing countries. *Financial Innovation*, 5(1), 1-20.
- Sadik, A. T., & Bolbol, A. A. (2001). Capital flows, FDI, and technology spillovers: Evidence from Arab countries. *World Development*, 29(12), 2111-2125.
- Sahiti, A., Ahmeti, S., & Ismajli, H. (2018). A Review of Empirical Studies on FDI Determinants. *Baltic Journal of Real Estate Economics and Construction Management*, 6(1), 37-47.
- Saurav, A., & Kuo, R. (2020). The Voice of Foreign Direct Investment: Foreign Investor Policy Preferences and Experiences in Developing Countries. World Bank Policy Research Working Paper No. 9425.
- Silveira, E. M. C. da, Samsonescu, J. A. D., & Triches, D. (2017). Os determinantes do investimento estrangeiro direto no Brasil: análise empírica para 2001-2013. *Revista CEPAL*, (121), 171-188.
- Sokang, K. (2018). The Impact of Foreign Direct Investment on the Economic Growth in Cambodia: Empirical Evidence. *International Journal of Innovation and Economic Development*, 4(5), 31-38.
- Tocar, S. (2018). Determinants of Foreign Direct Investment: A Review. *Review of Economic and Business Studies*, 11(1), 165-196.
- Udomkerdmongkol, M., Morrissey, O., & Görg, H. (2009). Exchange rates and outward foreign direct investment: US FDI in emerging economies. *Review of Development Economics*, 13(4), 754-764.
- Urata, S., & Baek, Y. (2022). Impacts of Firm's GVC Participation on Productivity: A Case of Japanese Firms. Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI).

Velloso, H. P., Silva, R. M., e Oliveira, L. F. (2020). Investimento Estrangeiro Direto no Brasil: Determinantes e Impactos Econômicos. *Revista Brasileira de Economia*, 74(3), 345–368.

Wang, M., Zhang, X., e Hu, Y. (2021). The green spillover effect of the inward foreign direct investment: Market versus innovation. *Journal of Cleaner Production*, 279, 1234.



esferabrasil.com.br