

Determinantes Macroeconômicos do Investimento Direto Espanhol na América Latina⁽¹⁾

Macroeconomic Determinants of Spanish Direct Investments in Latin America

Marcos Tadeu Caputi Lélis^(*)
André Moreira Cunha^(**)
Julimar da Silva Bichara^(***)

Abstract: This paper explores the macroeconomic determinants of Spanish foreign direct investment in Latin America during the 1990s and 2000s. We use pull-push factors models in order to analyse Spanish capital *boom*. Previous researches had explored microeconomic determinants of Spanish FDI, while this paper tried to contribute using panel data econometrics to evaluate the macroeconomic dimension of the same phenomena. We conclude that both factors were important, particularly economic growth in Spain and the strength of its corporations (push factors); and the privatization process, exchange rates, internal demand, GDP level and economic growth in Latin American countries (pull-factors).

Key words: FDI; Spain; Latin America; panel data; development.

(*) Unisinos e APEX-Brasil. *E-mail:* <mcaputi@uol.com.br>.

(**) UFRGS e CNPq. *E-mail:* <andre.cunha@ufrgs.br>.

(***) Universidad Autónoma de Madrid. *E-mail:* <julimar.dasilva@uam.es>.

(1) Este trabalho foi originalmente apresentado na SASE 23rd Annual Conference: Transformations of Contemporary Capitalism: Actors, Institutions, Processes, realizado na Universidad Autónoma de Madrid, Madri-Espanha, entre 23 e 25 de junho de 2011. Recebido em 10.8.2011 e aceito em 15.10.2011.

1. INTRODUÇÃO

Uma das características mais significativas do processo de globalização econômica tem sido a ampliação da mobilidade de capitais entre as economias. A literatura recente (RODRIK, 1998; PRASAD *et al.*, 2003; OECD, 2002, MACHINEA; VERA, 2006, ARESTIS E DE PAULA, 2008) tem procurado avaliar os impactos da liberalização financeira sobre as economias receptoras de capitais, destacando a experiência dos países em desenvolvimento. Não obstante os movimentos de capitais estrangeiros mais gerais, costuma-se tratar o caso dos investimentos estrangeiros diretos (IED) como uma modalidade de financiamento mais virtuosa, tanto por seus efeitos diretos quanto indiretos. Assim, ao se examinar a significativa absorção dessa modalidade de investimento pelos países da América Latina, entre 1993 e 2007, destaca-se o notório movimento de internacionalização das empresas espanholas para o espaço econômico latino-americano. No ano de 1993, a participação dos fluxos de IED que se originaram na Espanha em direção às economias latino-americanas apresentava apenas uma proporção de 3% sobre o total recebido por essa última região. Já, em 1999, esse percentual atingiu praticamente 32%, chegando, em 2000, a mais de 35%, solidificando-se em um valor médio em torno de 10% do IED total recebido pelos países da América Latina até 2004, de maneira que, em 2007, esse percentual foi de 4,5%, próximo ao alcançado no primeiro ano do período evidenciado⁽²⁾.

Apesar da considerável afinidade econômica entre a América Latina e a Espanha, aprofundada nos anos 1990 a partir dos movimentos de IED, há poucos trabalhos que buscam delimitar a motivação desse processo de internacionalização das empresas desse país ibérico em direção à região latino-americana. Essa carência torna-se mais relevante quando se observa a especificidade metodológica empregada nesses trabalhos. Ou seja, nota-se que a grande maioria das análises aplicadas ao IED espanhol na América Latina não se utiliza de métodos estatísticos, individualizados em modelos econométricos de dados em painel, incorporando, ainda, a hipótese *pull-push factors*, o que conduz ao exame de três caracterizações: (i) a entrada de investimento direto foi determinada por fatores internos às economias hospedeiras (*pull*); (ii) ou por aspectos das economias de origem dessas inversões (*push*); (iii) ou, ainda, por uma combinação de ambos.

Nosso trabalho apresenta resultados potencialmente originais que procuram contribuir para reduzir tais lacunas analíticas. Seu objetivo é identificar os determinantes macroeconômicos do investimento direto espanhol na América Latina, considerando o período entre os anos de 1995 e 2007. A delimitação desses anos é proposta ao se levar em consideração o início do ciclo de IED espanhol na América Latina e seu término, um ano antes da eclosão

(2) Sabe-se que o IED espanhol na América Latina concertou-se nos setores denominados “não comercializáveis”, de maneira que sugere-se a possibilidade de vínculos frágeis entre a maior presença do capital espanhol no continente e o desempenho de alguns agregados macroeconômicos. No entanto, alguns autores têm destacado que as empresas espanholas tiveram um papel extremamente ativo como fontes de inversões para os países latino-americanos nos anos 1990 (Cepal, 2002, 2006; Sánchez Díez, 2002; Béjar; Calderón, 2000; Béjar, 2003; Chislett, 2003). Esses investimentos se concentraram em alguns subsetores-chave especialmente em serviços, sendo liderados por poucos grandes grupos. Mais pontualmente, pode-se citar, no setor de serviços financeiros, os grupos Santander Central Hispano (SCH) e Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA); no setor de telefonia, o grupo Telefónica de Espanha; e, no setor de energia, os grupos Repsol-YPF, Endesa, Iberdrola e Unión Fenosa. O marco inicial desse processo foi a aquisição das empresas nacionais de telefonia da Argentina e Chile, em 1990, ainda que a maior parcela dos investimentos tenha ocorrido na segunda metade da década.

da crise financeira internacional. Para tanto, o trabalho divide-se em duas seções, além desta Introdução e da Conclusão. A próxima seção faz uma breve revisão dos estudos empíricos que tiveram como tema o IED espanhol na América Latina e seus correlatos⁽³⁾. Em seguida, são apresentados os resultados estatísticos do modelo econométrico proposto e os comentários das respostas econômicas atingidas. Por último, tem-se a conclusão, em que se salientam as principais respostas obtidas e as recomendações para estudos futuros relacionados ao tema.

2. BREVE REVISÃO DA LITERATURA — INVESTIMENTO ESPANHOL NA AMÉRICA LATINA

A revisão da literatura proposta nesta seção aborda não apenas trabalhos que tratam unicamente do IED espanhol na América Latina, mas, também, algumas aplicações que visam entender o comportamento do investimento total absorvido pelas economias latino-americanas ou pelos países em desenvolvimento. Para isso, em um primeiro momento, abordam-se apenas os trabalhos que apresentam como tema principal a relação entre a Espanha e a América Latina; logo depois, expõem-se os estudos que observam a dinâmica do IED total nos países latino-americanos; e, por fim, comentam-se os resultados alcançados por alguns autores que têm como objetivo entender os determinantes dos movimentos do investimento estrangeiro em direção aos países em desenvolvimento.

Com respeito aos determinantes do IED espanhol na América Latina, Béjar (2002) destaca a proximidade cultural e a facilidade do idioma. Ao mesmo tempo, esse autor chama a atenção para o desempenho da economia espanhola, mais especificamente para o crescimento da participação do setor de serviços, isto é, sabendo que o IED espanhol na América Latina concentra-se nos setores relacionados a serviços, as firmas da Espanha que se internacionalizaram ganharam dinamismo com os movimentos do mercado doméstico, pontualmente os setores de telecomunicações e financeiros, de tal maneira que, no momento seguinte, moveram-se à competição internacional. Ademais, o potencial de crescimento populacional espanhol limitava o crescimento da empresa local no mercado interno, impulsionando essas firmas a buscarem outros mercados⁽⁴⁾. Guillén (2005) e Sánchez Díez (2002) apontam na mesma direção.

Com respeito às economias latino-americanas, observava-se uma série de mudanças estruturais — abertura, liberação, desregulamentação econômica — facilitando o acesso ao investidor estrangeiro. Esse clima econômico favorável levou as empresas espanholas a priorizarem essa região nos seus gastos com investimento, escolhendo, preferencialmente, regiões com mercado interno elevado (Brasil e México). Além disso, essa alteração estrutural gerou uma expectativa de elevação do estoque de capital da região, melhorando o comportamento da produtividade total, índice que se encontrava muito deprimido nos últimos anos.

(3) Haja vista o enfoque empírico do trabalho aqui apresentado, não se propõe uma seção onde se discute as principais abordagens teóricas. No entanto, chama-se a atenção para os seguintes trabalhos que tiveram como objetivo essa discussão teórica sobre IED: Dunning e Lundan (2008); Dunning (1981, 1988 e 2000); Hymer (1976); Vernon (1970 e 1979) e Buckley e Casson (1976).

(4) Conhecendo as dificuldades de comercialização internacional de bens intangíveis, caso pontual do setor de serviços, e a restrição de escala imposta pelo crescimento do mercado interno espanhol, restava a opção de internacionalização da produção às empresas originárias da Espanha.

Além das alterações que estavam ocorrendo nas economias espanhola e latino-americana, outro ingrediente associado à economia internacional é assinalado por Béjar. Tornou-se fundamental às empresas espanholas a necessidade de escala para garantir a sobrevivência em mercados cada vez mais competitivos, especificamente no mercado da Europa. Com efeito, as firmas espanholas foram cooptadas a buscar uma diversificação geográfica da estrutura empresarial, fortalecendo-se contra outros competidores internacionais.

Ruesga e Béjar (2008) apontam cinco fatores para a eleição da América Latina como centro praticamente exclusivo dos fluxos de capitais espanhóis. O primeiro ponto importante encontra-se na necessidade de resposta ao desafio da incorporação da economia espanhola na Comunidade Econômica Europeia. O segundo ponto diz respeito à facilidade do idioma, uma vez que essa proximidade auxiliou no posicionamento estratégico das empresas espanholas, facilitando a transferência de conhecimento, produtos, tecnologia e técnicas empresariais. O terceiro ponto abordado é o tamanho de mercado da América Latina e sua perspectiva de crescimento. Chama-se a atenção para a população latino-americana, que se aproxima de 500 milhões de habitantes com uma demanda reprimida substancialmente elevada. O quarto ponto retorna à argumentação de Béjar (2002), indicando a expectativa de uma elevação nos índices de produtividade da região receptora dos investimentos. Por fim, os autores salientam o alto grau de maturidade dos setores elétrico, bancário e de telecomunicações espanhol.

Ainda com relação às inversões de empresas espanholas, Galán e González-Benito (2001) apresentam um trabalho abordando, principalmente, as seguintes regiões hospedeiras desses investimentos: Comunidade Europeia, América do Norte, América Latina e Ásia. Nesse cenário, a América Latina acaba por se destacar como local preferencial para as inversões originárias da Espanha⁽⁵⁾. Com efeito, esses autores afirmam que a capacidade de conservar algum ativo específico próprio da empresa é determinante no movimento de internacionalização das firmas espanholas. Já em relação ao mercado hospedeiro da inversão, chama atenção a prática que se pode adquirir por meio da dinâmica de exportação, primeiramente. Ademais, em alguns casos, existe a necessidade de operação direta no mercado estrangeiro, estabelecendo o controle dos recursos naturais, da tecnologia, da imagem da firma ou, até, do conhecimento da operação do processo produtivo. Outro determinante do fluxo de investimento originário na Espanha, no período recente, foi a busca por economias com tamanho de mercado elevado e com vigorosas perspectivas de crescimento econômico. Por fim, o grau de competitividade do mercado hospedeiro, ou seja, quanto menor a probabilidade de alta competição, mais atrativo o mercado em exame, também foi particularizado como significativo na explicação do IED espanhol.

Partindo-se, agora, para a análise dos fatores de atração do IED total na América Latina, a Unctad (2008) destaca como importantes determinantes locais de atração do IED a procura por recursos naturais, a condição da região de oferecer mão de obra de baixo custo, a expectativa de crescimento econômico, o tamanho do mercado doméstico e

(5) Os autores baseiam-se em um questionário com aproximadamente 100 empresas, sendo referência teórica para as suas observações a hipótese do Paradigma Eclético. Cada firma foi questionada de acordo com o fator que considera relevante, estabelecendo uma escala quantitativa de 0 a 5, considerando a importância relativa de cada um dos fatores de atratividade do IED já predefinidos.

a capacidade de acesso a outros mercados internacionais. Em um padrão um pouco inferior de atratividade, encontram-se no alcance a mão de obra bem qualificada, a condição de existência de fornecedores de insumos locais, a qualidade da infraestrutura e a qualidade das políticas governamentais. Por sua vez, os fatores de facilitação do investimento na América Latina que se mostram com pouca referência na pesquisa construída pela Unctad são: acesso ao mercado de capitais local, disponibilidade de incentivos governamentais e a intenção de seguir um competidor.

Ainda examinando o IED nos países latino-americanos, Biglaiser e DeRouen (2006) analisam os efeitos das reformas econômicas nessa região para a atração do investidor estrangeiro, controlando os componentes relacionados aos movimentos macroeconômicos e os fatores de boa política de governabilidade. A metodologia usada trata-se de um modelo econométrico de dados em painel não balanceado, com 15 países latino-americanos observados entre 1980 e 1996, sendo a variável explicada o IED líquido como percentual do PIB. Os resultados gerais apontam que o risco de expropriação tem um forte impacto sobre o IED, quanto menor esse risco maior a atratividade da região. O PIB real *per capita* é significativo estatisticamente, apresentando uma relação negativa com o IED absorvido pela América Latina. Segundo os autores do trabalho aqui comentado, essa resposta estatística sugere que baixos salários em regiões pobres atraem o investidor estrangeiro. O consumo do governo acaba por não explicar estatisticamente a dinâmica do IED nos países latino-americanos. A resposta encontrada, segundo Biglaiser e DeRouen (2006), indica que o efeito *crowd-out* não é relevante nos movimentos de inversão estrangeira na região analisada. A abertura da conta de capital não se mostrar importante na determinação do investimento estrangeiro, já as reformas financeiras voltadas exclusivamente ao mercado doméstico obtiveram significância estatística, mesmo resultado alcançado na variável “reformas tarifárias”. O processo de privatizações não foi estatisticamente importante, esse resultado pode ter sido influenciado pela variável dependente escolhida na aplicação do exercício, isto é, de acordo com os autores, os valores das privatizações até o ano de 1996, como proporção do PIB nos países da América Latina, eram insignificantes. Ainda apontou-se a intensidade exportadora do país como possível fator de atração.

Seguindo a mesma linha de pesquisa dos autores anteriormente comentados, Bengoa e Sanchez-Robles (2003) procuram definir os determinantes do IED na América Latina, tendo como objetivo estabelecer uma conexão entre liberdade econômica, inversões estrangeiras e crescimento econômico. Para cumprir com esse objetivo, esses autores propõem uma análise partindo-se de dados em painel. A amostra consiste em um grupo de 18 países latino-americanos contemplados entre os anos 1970 e 1991. Os autores ainda estruturaram cinco modelos econométricos a serem estimados, distinguindo entre eles apenas as variáveis explicativas. A variável econômica a ser explicada é o IED total na América Latina, tal que o indicador de liberdade econômica obteve significância estatística, tornando-se positivamente relacionado. O tamanho da economia, medido pelo PIB paridade poder de compra, apresentou uma relação positiva com as inversões estrangeiras e foi identificado estatisticamente relevante. Outra variável que se mostrou estatisticamente significativa foi as *dummies* para o controle das crises dos anos 1980 e da crise mexicana nos anos 1990, de maneira que se caracterizou com um parâmetro de sinal negativo. Em contrapartida, as variáveis que não tiveram

representatividade estatística ou, então, os resultados não foram conclusivos são: inflação, débito externo e investimento público (*proxy* dos gastos em infraestrutura).

Amal e Seabra (2007) enfatizam o impacto das variáveis institucionais nos fluxos de IED para os países latino-americanos. O período de análise cobre os anos entre 1984 e 2001, observando sete países da América Latina, aqueles considerados como emergentes⁽⁶⁾. Essa estrutura de dados aponta para a aplicação do método econométrico de dados em painel. Os resultados estatísticos considerando os fluxos de IED para os países da América Latina apontam cinco variáveis como significativas. A primeira delas é o PIB paridade poder de compra das economias receptoras do investimento, tal que quanto maior for o mercado interno da região hospedeira da inversão maior será a probabilidade de entrada de investimento. Outro componente explicativo que se tornou importante foi a taxa de câmbio real, definindo que uma apreciação da moeda local causaria uma expansão da entrada de IED. A explicação proporcionada pelos autores para essa relação é que, embora os ativos locais fiquem mais caros, a perspectiva de lucro, em moeda internacional, eleva-se. Por fim, as variáveis institucionais, risco político, liberdade econômica e integração, apresentaram todos os coeficientes positivos, ou seja, uma maior estabilidade institucional levaria a uma elevação dos fluxos de inversão na América Latina.

Treviño e Mixon Jr. (2004) procuram identificar os componentes macroeconômicos e institucionais que são relevantes no comportamento das transnacionais. Para isso, esses autores examinaram sete países no decorrer de 11 anos, entre 1988 e 1999, empregando a metodologia estatística de dados em painel, a variável explicada é o fluxo de entrada de IED. A variável relevante estatisticamente na determinação do IED voltado à América Latina foi o PIB *per capita*. Essa variável se caracterizou com parâmetro negativo, mesma resposta encontrada em Biglaiser e DeRouen (2006); porém, Treviño e Mixon Jr. (2004) indicam que esse resultado é uma anomalia. Outra variável que se constituiu importante foi o risco político, fixando uma relação positiva com o IED, isto é, quanto maior esse risco menor a entrada de IED⁽⁷⁾.

Aproximando-se de uma abordagem mais ampla, Nonnemberg e Mendonça (2004) priorizam os determinantes do IED em países em desenvolvimento. Com efeito, esses autores se aproveitam de modelos econométricos de dados em painel, compondo-se de 38 países examinados no período que se estende de 1975 a 2000. Buscando estabelecer uma formatação econométrica caracterizada por uma abordagem *pushfactors-pullfactors*, os autores incluem como variáveis explicativas do modelo econométrico estimado a soma do PIB dos maiores exportadores de capital da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) para os países em desenvolvimento e o índice *Dow Jones*. Esse último tem como objetivo estabelecer uma relação com os processos internacionais de fusões e aquisições, que tiveram um grande impacto no movimento dos índices da bolsa de valores.

(6) Os autores também analisaram o IED nos países emergentes da Ásia e América Latina, totalizando 15 economias.

(7) As variáveis explicativas macroeconômicas utilizadas por Treviño e Mixon Jr. (2004) são: a taxa de câmbio real estabelecida no fim de cada ano; a taxa de inflação medida pelo preço do consumidor e o PIB *per capita* em dólar. Já as variáveis explicativas caracterizadas como institucionais são: o grau de controle de capital do país hospedeiro; o *ranking* de risco político das regiões da América Latina, sendo que o primeiro lugar nesse *ranking* terá menos risco político; e o valor das privatizações dos países receptores de IED.

Assim, essas duas variáveis entrariam com uma definição próxima de *pushfactors*. O trabalho desses autores evidenciou que tanto o PIB, representando o tamanho da economia quanto a dinâmica de crescimento econômico interferem positivamente nos movimentos de IED. O grau de escolaridade, também, identificou-se estatisticamente importante no ritmo das inversões estrangeiras. Têm-se, ainda, como variáveis importantes na determinação do IED nos países em desenvolvimento, no exercício estatístico proposto por Nonnemberg e Mendonça (2004), o grau de abertura com sinal positivo e a inflação com sinal negativo. No entanto, quando se introduz o componente risco país na regressão, a variável inflação perde significância estatística, de maneira que o risco país torna-se relevante, mostrando-se com o mesmo sinal do componente inflação. Por fim, a única variável relativa apenas aos países de origem que se traduziu relevante foi o índice *Dow Jones*, prescrevendo que o crescimento do mercado de capitais nas regiões desenvolvidas é um forte determinante dos fluxos de saída dos investimentos.

Frenkel, Funke e Stadtmann (2004) também propõem examinar os determinantes do fluxo de IED em países emergentes. Para isso, utilizam-se da metodologia de dados em painel, considerando o fluxo de capital entre cada uma das cinco maiores economias mundiais e as economias emergentes localizadas na Ásia, América Latina, Leste e Centro da Europa, analisando, nessas duas últimas regiões, somente as economias mais industrializadas. Com efeito, chega-se a 22 economias emergentes, particularizadas como as unidades de corte do modelo proposto pelos autores, especificando-se o investimento estrangeiro de cinco países desenvolvidos nessas unidades de corte entre os anos de 1992 e 2000. Concluem que a distância é estatisticamente importante com sinal negativo. A taxa de crescimento do PIB, tanto do país hospedeiro quanto da região investidora, expressou-se significativa, com parâmetro de sinal positivo. Um efeito da *dummy* de tempo não foi relevante, concluindo que não existe um fator cíclico que afete de igual maneira todos os países emergentes. O grau de abertura e o risco país das regiões hospedeiras do IED exprimiram relevância estatística, especificando uma relação direta com as inversões estrangeiras. Já a inflação e o tipo de regime cambial (fixo ou flutuante) não se tornaram relevantes na explicação dos movimentos de investimento das transnacionais nos países emergentes.

Os trabalhos de Nonnemberg e Mendonça (2004) e de Frenkel, Funke e Stadtmann (2004) tiveram como objetivo analisar o IED nos países em desenvolvimento. Ademais, nesses dois trabalhos o exercício estatístico apresentou uma abordagem *pushfactors-pullfactors*. As variáveis estatisticamente significantes que coincidiram nos dois exercícios foram o PIB do mercado hospedeiro, a taxa de crescimento da economia do país receptor do IED e o grau de abertura dessas economias. Assim, já identificados os principais trabalhos que tratam do IED espanhol e total na América Latina e a dinâmica das inversões totais nos países em desenvolvimento, a próxima seção aborda os resultados estatísticos do exercício econométrico proposto neste trabalho.

3. DETERMINANTES MACROECONÔMICOS DO INVESTIMENTO ESPANHOL NA AMÉRICA LATINA

Esta seção analisa os resultados da nossa análise sobre os determinantes macroeconômicos do investimento espanhol na América Latina. Com base na literatura previamente

resenhada, partiu-se de uma abordagem estatística construída na hipótese *pushfactors-pullfactors*. Com isso foram utilizadas variáveis explicativas tanto da economia latino-americana quanto da espanhola. Foram demarcados, inicialmente, 18 países da América Latina⁽⁸⁾, analisados entre os anos de 1995 e 2007, definindo-se uma composição de observação de dados em painel⁽⁹⁾ com 234 pontos. Em média, nos anos considerados nesse trabalho, esses países, em conjunto, representaram 99% do total do investimento espanhol na América Latina (IED^{ESP}) absorvido pela região latino-americana. Além disso, ocorreu uma forte aceleração no fluxo de IED^{ESP} entre os anos 1995 e 1999, de maneira que, nesse último ano, tem-se o valor extremo das inversões originárias na Espanha com destino à América Latina no período analisado. Após 1999, particulariza-se um arrefecimento nesse movimento, estabelecendo, em 2006, um valor pouco expressivo, quando comparado ao período completo. É interessante assinalar que essa dinâmica de elevação do IED^{ESP} ocorre exatamente nos anos em que o processo de venda das empresas estatais se acelera nos países latino-americanos, principalmente no Brasil e na Argentina.

Com a especificação dos países que compõem o exercício estatístico, o período analisado e a estrutura preliminar de formatação do modelo econométrico que será estimado, identificam-se as variáveis que serão utilizadas como explicativas e explicadas na caracterização estatística proposta. Assim, as séries utilizadas na regressão e suas respectivas fontes estão descritas a seguir. Os agregados a seguir referem-se à América Latina, ou seja, estão relacionados aos *pullfactors*: (i) Investimento estrangeiro direto espanhol na América Latina (IED_{it}^{ESP}); (ii) Produto Interno Bruto dos países da América Latina (PIB_{it}^{AL}); (iii) Taxa de crescimento real média dos últimos três anos do PIB dos países da América Latina (TX_{it}^{AL}); (iv) inflação média dos últimos três anos dos países da América Latina (IN_{it}^{AL}); (v) Grau de abertura dos países da América Latina (GA_{it}^{AL}); (vi) Taxa de Câmbio dos países da América Latina ($TXCA_{it}^{AL}$); (vii) Taxa de absorção interna dos países da América Latina (AB_{it}^{AL}); (viii) Produtividade do trabalho nos países da América Latina (PRO_{it}^{AL}); (ix) Custo do Trabalho na América Latina (SAL_{it}^{AM}); (x) Exportações dos países da América Latina intensivas em recursos naturais (RN_{it}^{AL}); (xi) Dummy de privatização na América Latina (PRI_{it}^{AL}). Entre os *pushfactor* utilizou-se: (xii) Taxa de crescimento real média dos últimos três anos do PIB da Espanha (TX_{it}^{ESP}); (xiii) Inflação média dos últimos três anos da Espanha ($TXCA_{it}^{ESP}$); (xiv) Grau de abertura da Espanha (GA_{it}^{ESP}); (xv) Taxa de Câmbio da Espanha (TCA_{it}^{ESP}); (xvi) Absorção interna da Espanha (AB_{it}^{ESP}); (xvii) Produtividade do trabalho na Espanha (PRO_{it}^{ESP}); (xviii) Custo do Trabalho na Espanha (SAL_{it}^{ESP}); e (xix) Exportações intensivas na Espanha (RN_{it}^{ESP}). O detalhamento dos dados, fontes e relações teóricas esperadas estão no Apêndice e em Lélis (2010).

Após a realização de testes para identificação de problemas de multicolinearidade e presença de *outliers*, optou-se por reduzir a amostra e eliminar algumas das variáveis do exercício original⁽¹⁰⁾. Com isso, têm-se, agora, 12 unidades de corte, sendo retirados da

(8) Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela.

(9) Para maiores detalhes da teoria estatísticas aplicadas nos modelos de dados em painel ver: Verbeek (2008); Judson e Owen (1996); Hsiao (2003) e Baltagi (2005).

(10) Optou-se aqui por omitir os testes e detalhamentos técnicos sobre o tratamento dos dados. Estes estão disponíveis em Lélis (2010).

amostra seis países: Bolívia, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicarágua e Paraguai. Essas regiões, em conjunto, representavam apenas 1,2% do total do IED_{it}^{ESP} contido na amostra examinada. A segunda alteração nos dados originais é a aplicação de uma transformação logarítmica em toda a série. Essa transformação possibilita uma diminuição na amplitude da série IED_{it}^{ESP} , dificultando o surgimento de valores extremos.

Ao se utilizar a estatística de *Hausman* para o modelo de dados em painéis estático e dinâmico, verificou-se que não há diferença nos coeficientes estimados nos modelos que empregam PRO_{it}^{AL} como variável endógena ou exógena (Lélis, 2010). Essa mesma conclusão é encontrada na estatística diferença de *Sargan*, onde rejeita-se a endogeneidade estatística dessa mesma variável. Em resumo, estipula-se que o modelo de 1º nível será determinado a partir do estimador de efeito fixo, como indicado pelo teste de *Hausman*, respeitando a composição de dados em painel estático. As variáveis que compõem o vetor $X_{k,it}$ são: PIB_{it}^{AL} , TX_{it}^{AL} , IN_{it}^{AL} , GA_{it}^{AL} , $TXCA_{it}^{AL}$, AB_{it}^{AL} , PRO_{it}^{AL} , SAL_{it}^{AL} , e PRI_{it}^{AL} , totalizando $k = 8$ regressores *pullfactors*, mais as *dummies* de anos, representada por DU_t . As estatísticas que compõem o modelo de 1º nível são apresentadas na Tabela 1.

Tabela 1: Estatísticas Estimadas para o Modelo de 1º Nível — Efeito Fixo

IED_{it}^{ESP}	β_k	σ	p-valor
PIB_{it}^{AL}	6,306	2,403	0,010
TX_{it}^{AL}	-0,160	0,0597	0,009
IN_{it}^{AL}	-0,001	0,001	0,465
GA_{it}^{AL}	0,049	0,012	0,000
$TXCA_{it}^{AL}$	2,437	0,595	0,000
AB_{it}^{AL}	0,176	0,043	0,000
SAL_{it}^{AL}	-0,079	0,469	0,865
PRO_{it}^{AL}	1,403	0,683	0,042
PRI_{it}^{AL}	0,614	0,335	0,069
DU_{1995}	-106,116	28,913	0,000
DU_{1996}	-104,909	29,092	0,000
DU_{1997}	-104,859	29,249	0,000
DU_{1998}	-105,250	29,380	0,000
DU_{1999}	-105,136	29,484	0,001
DU_{2000}	-104,903	29,612	0,001
DU_{2001}	-105,263	29,734	0,001
DU_{2002}	-106,315	29,845	0,001
DU_{2003}	-107,688	30,067	0,000
DU_{2004}	-108,138	30,269	0,001
DU_{2005}	-109,339	30,402	0,000
DU_{2006}	-109,775	30,602	0,000
DU_{2007}	-110,423	30,835	0,000
F(33, 123)		92,75	
p-valor		0,000	
nº de obs.		156	

Fonte: Elaborado pelo autor a partir do programa estatístico Stata 10.

Caracterizada a ausência de problemas estatísticos nos resíduos estimados do modelo de 1º nível (Lélis, 2010), observam-se as respostas das estatísticas oferecidas na Tabela 1. Assim, considerando um nível de significância de 10%, rejeitam a influência do SAL_{it}^{AL} e da IN_{it}^{AL} no movimento de inversões das empresas espanholas em direção à América Latina no período analisado. Apesar da rejeição estatística, os sinais dos parâmetros associados a esses dois indicadores se comportaram de acordo com o esperado, ou seja, uma relação inversa entre o custo da mão de obra e o nível de preços com o TX_{it}^{ESP} . Ressalta-se que, nos trabalhos apresentados na seção anterior, identificou-se certa dificuldade estatística em estabelecer uma relação entre inflação e IED total absorvido pelas regiões que foram estudadas. Em contrapartida, nota-se uma situação onde não se rejeita a importância estatística da TX_{it}^{AL} , mesmo quando se impõe um nível de significância de 5%; porém, observa-se que o seu coeficiente calculado indica uma relação não esperada. Isto é, uma elevação do nível de atividade dos países da América Latina provocaria uma menor entrada de IED_{it}^{ESP} dinâmica, que não tem suporte nas observações teóricas, tampouco nas evidências empíricas. Com efeito, crê-se em uma relação estatística espúria, estabelecendo que TX_{it}^{AL} não foi relevante para o IED_{it}^{ESP} .

Não se rejeitou a importância estatística do conjunto de regressores PIB_{it}^{AL} , GA_{it}^{AL} , $TXCA_{it}^{AL}$, AB_{it}^{AL} , PRO_{it}^{AL} e PRI_{it}^{AL} , considerando um nível de significância de 10%, no modelo de 1º nível, que tem como objetivo elucidar os fatores macroeconômicos que impulsionaram o IED_{it}^{ESP} . Esses regressores indicam uma relação com o IED_{it}^{ESP} de acordo com as evidências empíricas ou com as hipóteses teóricas. A relação encontrada entre o IED_{it}^{ESP} e o PIB_{it}^{AL} aponta que, quanto maior o tamanho da economia, maiores os fluxos de inversões derivadas da economia da Espanha. Além disso, quando se examina a relação estatística entre o AB_{it}^{AL} e a variável que este trabalho busca explicar, encontra-se um parâmetro positivo, mesmo sinal obtido no coeficiente estimado do GA_{it}^{AL} . No entanto, ao se observar o valor desses dois coeficientes, caracteriza-se que a importância da AB_{it}^{AL} foi maior do que a do GA_{it}^{AL} . Ao se associar esse resultado com a relevância estatística estabelecida para o tamanho da economia, afirma-se que o mercado interno das economias da América Latina foi decisivo no processo de internacionalização da produção das empresas espanholas. Essa dedução torna-se patente quando se nota que os subsetores de telecomunicações e de serviços financeiros foram responsáveis por mais de 50% do total do IED_{it}^{ESP} , sendo esses subsetores potencialmente *no-tradeables*. Além disso, como já observado na seção anterior, principalmente pelos trabalhos de Béjar (2002) e Ruesga e Béjar (2008), um dos fatores motivadores da internacionalização da produção das empresas espanholas rumo aos países da América Latina foi a dimensão dessas economias, sendo que esse movimento buscava ganhar competitividade pelo crescimento do tamanho das empresas. Galán e González-Benito (2001), trabalhando com o IED espanhol como um todo, também apontam, como um fator determinante na escolha da localização, o tamanho do mercado doméstico do país hospedeiro da inversão.

Com respeito à PRO_{it}^{AL} , chegou-se a uma relação positiva entre essa variável e o IED_{it}^{ESP} , propondo, então, que as regiões com maior produtividade do trabalho fossem mais atrativas às inversões das empresas espanholas. Novamente, esse resultado estatístico é suportado tanto por algumas observações empíricas quanto pelos fundamentos teóricos do IED. Nesse sentido, Béjar (2002) e Ruesga e Béjar (2008), examinando as inversões espanholas

destinadas à América Latina, apontaram que havia uma expectativa de elevação do estoque de capital das economias latino-americanas, movimento que provocaria um aumento da produtividade do trabalho nessa região. A não rejeição estatística de que a PRO_{it}^{AL} foi definidora nos fluxos de IED_{it}^{ESP} é correlata à conclusão dos autores mencionados. Outra variável independente do modelo de 1º nível para a qual não se rejeitou a significância estatística foi a $TXCA_{it}^{AL}$, oferecendo uma relação inversa com o IED_{it}^{ESP} , ou seja, uma desvalorização nominal das moedas dos países latino-americanos ante o Euro tornou os ativos das regiões hospedeiras das inversões espanholas mais baratos, facilitando o processo de internacionalização da produção. Amal e Seabra (2007), por sua vez, analisando o IED total na região latino-americana, chegam à resposta estatística de que os fluxos de inversões de origem estrangeira elevam-se quando ocorre uma valorização da moeda dos países hospedeiros, situação inversa à encontrada neste trabalho. Entretanto, duas ressalvas podem ser feitas com relação ao tipo de taxa cambial que esses autores estão utilizando, isto é, uma taxa de câmbio real, moeda local contra dólar estadunidense, controladas as variações de preços. A primeira ressalva questiona a metodologia de definição dessa taxa de câmbio, sabendo que esses autores estão trabalhando com o IED total voltado para a América Latina, não discriminando setor ou região investidora. Com isso, acredita-se que a taxa de câmbio real empregada acaba por não definir o verdadeiro valor desse indicador. A segunda ressalva está relacionada à capacidade das empresas de estabelecer o cálculo proposto por Amal e Seabra (2007), isto é, empregando a taxa de câmbio real na verificação dos custos e retornos do investimento. Entende-se, então, que a verificação da rentabilidade da inversão é realizada ao se empregar a taxa de câmbio nominal, considerando a moeda do país investidor e não a moeda de troca internacional.

Outro regressor que não se rejeita a sua importância estatística é a variável binária que representa os anos com elevadas inversões destinadas às compras de empresas estatais, ou seja, PRI_{it}^{AL} . O coeficiente encontrado para essa variável foi positivo, apontando que IED_{it}^{ESP} se beneficiou da desestatização das economias latino-americanas. Ademais, ao não se rejeitar estatisticamente a PRI_{it}^{AL} , caracteriza-se uma maior robustez estatística na recusa da hipótese H_0 dos outros regressores, visto que, controlados os efeitos passageiros das privatizações, não se rejeita a significância estatística desses regressores. As observações dos trabalhos que tratam do movimento de internacionalização da produção das empresas espanholas, apresentadas na seção anterior, corroboram a não rejeição estatística da PRI_{it}^{AL} . Assim, Béjar (2002), Guilén (2005), Sanchez Díez (2002) e Ruesga e Béjar (2008) apontam que a necessidade de criar força econômica contra as empresas europeias levou as empresas espanholas a mover parte de sua produção para o exterior, de forma que a maneira mais rápida de adquirir essa escala fosse por meio das inversões voltadas para fusão e aquisição.

Por fim, em relação aos resultados estatísticos do modelo de 1º nível, nota-se que todos os anos não apresentaram sua significância estatística rejeitada. Com efeito, aponta-se que o IED_{it}^{ESP} não teria sido um movimento irregular, mas cíclico. Ao considerar essa dinâmica cíclica e observar o valor dos parâmetros estimados para cada ano, especifica-se uma tendência de elevação dessas inversões até o ano 2000; após esse ano, caracteriza-se um movimento descendente nos coeficientes estimados, ao passo que, no ano de 2007, chega-se ao menor valor da série. Desde logo, parte-se para o modelo de 2º nível, representado pela

expressão (2), que tem como objetivo identificar as variáveis pertencentes à economia espanhola, *pushfactors*, que melhor explicariam esse ciclo de IED_{it}^{ESP} . Por consequência, a Tabela 2 expõe essas estatísticas estimadas, lembrando que se trata de um modelo estatístico de série de tempo estimado por MQO, em que o vetor Z_{jt} contém as variáveis TX_t^{ESP} , IN_t^{ESP} , GA_t^{ESP} , $TXCA_t^{ESP}$ e AB_t^{ESP} .

Tabela 2: Estatísticas Estimadas para o Modelo de 2º Nível — MQO

DU_t	γ_j	σ	p-valor
γ_0	-27,931	13,166	0,072
TX_t^{ESP}	1,220	0,237	0,001
IN_t^{ESP}	0,831	0,276	0,020
GA_t^{ESP}	0,001	0,062	0,988
$TXCA_t^{ESP}$	2,231	1,305	0,131
AB_t^{ESP}	-0,841	0,176	0,002
F(7, 5)		114,77	
p-valor		0,000	
R ²		0,988	
n. de obs.		13	
DW		2,26	
White – p-valor		0,369	

Fonte: Elaborado pelo autor a partir do programa estatístico Stata 10.

Pelos resultados das estatísticas apresentadas na Tabela 2, pode-se afirmar que os resíduos estimados do modelo de 2º nível são homocedásticos, pois o teste geral de heterocedasticidade de *White* aponta para a não rejeição dessa hipótese com respeito a e_t . Já, o teste de autocorreção serial, proposto pela estatística de *Durbin-Watson* (DW), encontra-se na região indefinida. Uma vez que o número de observações é de 13, com 6 variáveis explanatórias, tem-se o limite inferior de DW igual a 0,328 e o limite superior de DW sendo 2,692. Com efeito, a Tabela 3 oferece o teste geral de autocorrelação de 1ª ordem de Breush-Godfrey (BG), também conhecido como teste LM, tal que a hipótese H_0 define a não presença de autocorrelação serial. Observa-se a não rejeição da hipótese nula com um nível de significância de mais de 30%, instituindo que os resíduos estimados não apresentam desvios estatísticos graves.

Tabela 3: Teste Geral de Autocorrelação de 1ª Ordem de Breush-Godfrey para o Modelo de 2º Nível

Estimador	χ^2	p-valor
MQO	0,978	0,323

Fonte: Elaborado pelo autor a partir do programa estatístico Stata 10.

A relação estatística estimada encontrada para AB_t^{ESP} e IED_{it}^{ESP} foi negativa, isto é, uma queda da demanda interna relativa à renda total da Espanha provocaria um impulso

de internacionalização da produção das empresas desse país. Como já indicado por Béjar (2002), o potencial de elevação da população espanhola limitava o crescimento das empresas no seu próprio país, estabelecendo a necessidade de buscar novos mercados. Para a especificidade dos bens intangíveis, esse movimento acabava estimulando um movimento de internacionalização da produção, haja vista as dificuldades de comercialização internacional desses bens. É interessante cruzar esse resultado, apresentado como um *pushfactors*, com a significância estatística alcançada entre o IED_{it}^{ESP} e o PIB_{it}^{AL} , um *pullfactors*. Assim, a falta de perspectiva quanto ao crescimento do mercado local e, conseqüentemente, de um relevante aumento no tamanho das empresas espanholas, faz com que essas empresas direcionem seus esforços para regiões da América Latina com mercado doméstico elevado. Ressaltando, também, que o valor do parâmetro estimado associado ao PIB_{it}^{AL} , no modelo de 1º nível, estabelece que o IED_{it}^{ESP} exprimiu sua maior sensibilidade a esse regressor. Com efeito, crê-se que a relação estatística encontrada entre AB_t^{ESP} e IED_{it}^{ESP} torna-se patente.

Outra variável independente que apresentou significância estatística no modelo de 2º nível foi a TX_t^{ESP} . A relação estatística encontrada aponta que o nível de atividade da economia da Espanha auxiliou positivamente nos movimentos de IED_{it}^{ESP} . Novamente, essa interpretação foi apontada pelos autores que analisaram a dinâmica de inversão das empresas espanholas em direção à América Latina. Guillén (2005), por exemplo, afirma que os lucros extraordinários obtidos pelas empresas espanholas no mercado local, puxados pela desregulamentação e pelo crescimento da economia da Espanha, geraram capacidade financeira à internacionalização no momento seguinte. Na mesma linha conclusiva, Béjar (2002) salienta que o crescimento do setor de serviços na Espanha alavancou o IED_{it}^{ESP} . Com isso, evidencia-se a importância do crescimento econômico da Espanha para o surgimento de novas multinacionais originárias desse país.

No que tange à significância estatística alcançada entre IN_t^{ESP} e IED_{it}^{ESP} , definindo um parâmetro de sinal positivo, suscitam-se algumas dúvidas com respeito a essa relação direta. Em outras palavras, uma elevação do nível de preços na Espanha provocaria uma dinâmica de inversões das empresas desse país em direção à América Latina. Esse comportamento econômico seria caracterizado como claro se, no modelo de 1º nível, onde se encontra os *pullfactors*, alcançasse significância estatística na relação entre a variável IN_{it}^{AL} e o IED_{it}^{ESP} , sendo essa associação especificada como inversa. Por conseqüência, propõe-se aplicar uma alteração simples no vetor de variáveis independentes $Z_{j,t}$, de forma que o componente IN_t^{ESP} passe a ser medido pelo índice de variação dos preços anual e não mais a partir de uma média móvel de três anos. Com isso, indica-se que os movimentos inflacionários mais de curto prazo, no país realizador do investimento, podem definir a dinâmica de internacionalização das empresas pertencentes a essa região. Esse novo regressor será representado por $IN_{t-ANUAL}^{ESP}$, e a Tabela 4 oferece as respostas estatísticas dessa nova formatação econométrica.

Tabela 4: Estatísticas Estimadas para o Modelo de 2º Nível com $IN_{t-ANUAL}^{ESP}$ — MQO

DU_t	γ_j	σ	p-valor
γ_0	-28,529	24,584	0,284
TX_t^{ESP}	0,888	0,273	0,014
$IN_{t-ANUAL}^{ESP}$	0,381	0,322	0,275
GA_t^{ESP}	-0,028	0,103	0,791
$TXCA_t^{ESP}$	2,452	2,383	0,791
AB_t^{ESP}	-0,790	0,316	0,041
F(7, 5)		59,49	
p-valor		0,000	
R ²		0,977	
nº de obs.		13	
DW		1,74	
White – p-valor		0,369	

Fonte: Elaborado pelo autor a partir do programa estatístico Stata 10.

A estatística do teste geral de heterocedasticidade de *White* define a não rejeição da hipótese de que as variâncias dos resíduos estimados no modelo de 2º nível com a presença $IN_{t-ANUAL}^{ESP}$ são constantes. Em contrapartida, o teste de autocorrelação serial de DW posicionou-se, novamente, em uma região indefinida. Assim, a Tabela 12 apresenta o teste geral de autocorrelação de 1ª ordem BG, não se refutando a hipótese de não autocorrelação serial.

Tabela 5: Teste Geral de Autocorrelação de 1ª Ordem de Breush-Godfrey para o Modelo de 2º Nível com $IN_{t-ANUAL}^{ESP}$

Estimador	χ^2	p-valor
MQO	0,032	0,856

Fonte: Elaborado pelo autor a partir do programa estatístico Stata 10.

Nota-se agora, pelas respostas estatísticas apresentadas na Tabela 5, que não se rejeita a hipótese de que o parâmetro associado a $IN_{t-ANUAL}^{ESP}$ é igual a zero, ou seja, crê-se que a variação do nível de preços na Espanha não influenciou estatisticamente os movimentos de IED_{it}^{ESP} . Enfim, percebe-se que os resultados estatísticos obtidos nos dois modelos econométricos estimados apresentam-se ancorados nas hipóteses dos trabalhos de Béjar (2002), Guillén (2005), Sánchez Díez (2002) e Ruesga e Béjar (2008), os quais tiveram como metodologia de pesquisa uma avaliação mais qualitativa do processo de inversões das firmas da Espanha nos países latino-americanos. Com isso, acredita-se que os determinantes macroeconômicos do investimento espanhol na América Latina encontrados neste trabalho são verdadeiramente significativos; inclusive, crê-se na relevância da $TXCA_{it}^{AL}$ nesse processo, variável que não havia sido comentada em nenhum momento pelos autores mencionados.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal deste trabalho foi identificar os condicionantes macroeconômicos do movimento recente de investimento espanhol na América Latina, empregando-se uma metodologia estatística de dados em painel, abordando *push-pullfactors*. Antes, porém, fez-se uma breve revisão da literatura empírica que trata do tema abordado neste trabalho e de outros correlatos como: o IED Espanhol no mundo; o IED total absorvido pela região latino-americana e o IED total direcionado aos países em desenvolvimento. Observou-se, nos autores que trataram do tema do IED espanhol na América Latina, certa convergência de conclusões. A situação de monopólio, originada pelo movimento de desregulamentação de certos subsetores espanhóis, e a aceleração da atividade econômica desse país propiciaram uma situação de forte acumulação interna, facilitando o movimento de internacionalização da produção. Ao mesmo tempo, a economia espanhola passava por um processo de integração ao mercado comum europeu suscitando a necessidade de as empresas desse país se prepararem para um novo ambiente concorrencial. As economias latino-americanas, no início dos anos 1990, iniciaram um movimento de privatização, tornando possível um rápido crescimento de tamanho de certas empresas da Espanha e posicionando-as melhor para enfrentar a concorrência das opositoras europeias.

Por consequência, ao se observar o conjunto de variáveis independentes, *pushfactors* e *pullfactors*, que se tornaram significativas, e os apontamentos dos trabalhos que tiveram como objetivo interpretar o movimento de internacionalização da produção das firmas espanholas na América Latina, pode-se estabelecer algumas conclusões. No que tange aos *pushfactors*, o expressivo crescimento da atividade econômica na Espanha (TX_i^{ESP}) e a situação de monopólio obtida por algumas empresas localizadas nos segmentos econômicos que passaram por um processo de desregulamentação econômica nesse país permitiram a acumulação financeira suficiente para o movimento de internacionalização produtiva. Ao mesmo tempo, não se tinha, no longo prazo, uma grande expectativa de crescimento do mercado consumidor interno (AB_i^{ESP}), proporcionado pelo moroso aumento populacional espanhol. Com a eminente integração da Espanha no mercado comum europeu e, por consequência, o acirramento da concorrência interna, faz-se fundamental um movimento de antecipação aos novos concorrentes internacionais.

Com isso, os *pullfactors* tornam-se importantes. Uma maneira acelerada da firma se posicionar diante da concorrência é por meio da elevação da escala produtiva, alcançando, assim, vigor econômico via aumento de tamanho. Essa dinâmica é obtida, de forma bastante rápida, nos processos de fusão e aquisição ocorridos entre empresas. Portanto, a oportunidade imediata para as firmas espanholas estava acontecendo nos países da América Latina, com o expressivo curso da desregulamentação econômica e das privatizações (PRI_{it}^{AL}), tal que se inicia um eloquente fluxo de inversões espanholas em direção aos países latino-americanos. Por sua vez, esse movimento é favorecido pela marcha de desvalorização das moedas locais ante o Euro ($TXCA_{it}^{AL}$), resultado das crises econômicas originárias no Brasil e na Argentina. Esse ambiente de crise econômica acaba por não restringir os fluxos espanhóis de investimento na América Latina (TA_{it}^{AL}), constituindo-se, claramente, em um movimento estratégico. Como já colocado, a intenção das firmas da Espanha era adquirir tamanho, colocando-se

em posição econômica semelhante às empresas do Euro. Por isso, foi importante a busca de economias que apresentavam mercados internos suficientemente grandes (PIB_{it}^{AL}) e com uma perspectiva de crescimento de consumo interno (AB_{it}^{AL}) e de produtividade (PRO_{it}^{AL}). A expectativa de atingir os mercados da região via plataforma exportadora não apresentava a mesma importância da demanda interna (GA_{it}^{AL}), haja vista a especificidade dos subsetores da Espanha, que internacionalizaram seu processo produtivo, basicamente financeiro e telecomunicações, e, em um segundo patamar de importância, petróleo e gás; a propósito, subsetores intensivos em bens não comercializáveis pela economia internacional.

Assim, a relevância do trabalho aqui apresentado encontra-se na capacidade de, a partir de uma metodologia diferente, identificar as mesmas respostas dadas por autores que propuseram o mesmo tema. Agregou-se, ainda, a importância da desvalorização das moedas dos países latino-americanos perante o Euro na determinação dos componentes macroeconômicos relevantes no movimento recente de internacionalização produtiva das empresas espanholas em direção à América Latina, variável não apontada por nenhum outro autor como fundamental nessa dinâmica de inversão.

Por fim, é conhecido que as conclusões apresentadas neste trabalho não esgotam as pesquisas sobre o tema. Uma proposta quase imediata no sentido de aprofundar o entendimento do IED espanhol na América Latina é definir exercícios estatísticos, empregando a mesma estrutura econométrica aqui proposta, ponderando, também, variáveis setoriais e institucionais. Além disso, pode-se ampliar a abordagem macroeconômica, *push-pull factors*, executada para América Latina em outras regiões de inversões espanholas no mundo.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AMAL, M.; SEABRA, F. Determinantes do investimento direto externo (IED) na América Latina: uma perspectiva institucional. *Revista da ANPEC*, v. 8, n. 2, p. 231-247, maio/ago. 2007.
- ARELLANO, M.; BOVER, O. Another look at instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, v. 68, n. 1, p. 29-61, 1995.
- ARESTIS, P., DE PAULA, L. F. *Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries*. Palgrave Macmillan; First Edition, 2008.
- BALTAGI, B. H. *Econometric analysis of panel data*. 3. ed. England: John Wiley & Sons, 2005.
- BÉJAR, R. C. *La década dorada: economía e inversiones españolas en América Latina 1990-2000*. Madri: Universidad de Alcalá, 2002.
- BUCKLEY, P.; CASSON, M. *The future of the multinational enterprise*. London: Mcmillan, 1976.
- CALVO, G. A; TALVO, E. Sudden stop, financial factors and economic collapse in Latin America: learning from Argentina and Chile. *NBER Working Paper*, n. 11153, feb. 2005.
- DUNNING, J. H. Explaining the international direct investment position of countries: towards a dynamic or developmental approach. *Review of World Economic*, v. 117, n. 1, p. 30-64, 1981.
- _____. The eclectic paradigm of international production. In: PITELIS, C. N.; SUGDEN, R. *The nature of the transnational firm*. 2. ed. London: Routledge, 2000.

_____. The eclectic paradigm of international production: a restatement and some possible extensions. *Journal of International Business Studies*, v. 19, n. 1, p. 1-31, 1988.

DUNNING, J. H.; LUNDAN, S. M. *Multinational enterprises and the global economy*. 2. ed. London: Edward Elgar, 2008.

FFRENCH-DAVIS, R. O “efeito tequila”, suas origens e seu alcance contagioso. In: FFRENCH-DAVIS, R.; GRIFFITH-JONES, S. (Org.). *Os fluxos financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997.

FRENKEL, M.; FUNKEL, K.; STADTMANN, G. A panel analysis of bilateral FDI flows to emerging economies. *Economic Systems*, v. 28, n. 3, p. 281-300, 2003.

GALÁN, J. I.; GONZÁLEZ-BENITO, J. Determinant factors of foreign direct investment: some empirical evidence. *European Business Review*, v. 13, n. 5, p. 269-278, 2001.

GUILÉN, M. F. *The rise of Spanish multinationals*. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

HSIAO, C. *Analysing of panel data*. 2. ed. New York: Cambridge University Press, 2003.

HYMER, S. *The international operations of national firms: a study of direct foreign investment*. Cambridge: MIT Press, 1976.

JIMÉNEZ-MARTÍN, S. Controlling for Endogeneity of Strike Variables in the Estimation of Wage Settlement Equations. *Journal of Labor Economic*, v. 17, n. 3, p. 583-606, 1999.

_____. On the testing of heterogeneity effects in dynamic unbalanced panel data models. *Economics Letters*, v. 58, n. 2, p. 157-163, 1998.

JUDSON, R. A.; OWEN A. L. *Estimating dynamic painel data model: a practical guide for macroeconomists*. Washington: federal reserve boardgovernors, january 1996.

LÉLIS, M. T. C. *O movimento recente do investimento espanhol na América Latina: condicionantes macroeconômicos*. Tese (Doutorado em Economia) – Programa de Pós-graduação em Economia, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, 2010.

MACHINEA, J. L., VERA, C. Comercio, inversión directa e políticas productivas. *Serie Informes e Estudios Especiales: CEPAL*, Santiago de Chile, n.16, 2006.

NONNENBERG, M. J. B.; MENDONÇA, M. J. C.; *Determinantes dos investimentos diretos externos em países em desenvolvimento. Texto para discussão*. Brasília: IPEA, n. 1016, mar. 2004.

OBSTFELD, M., TAYLOR, A. M. *Globalcapital markets: integration, crisis and growth*. New York: Cambridge University Press, 2004.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Foreign direct investment for development: maximising benefits, minimising costs*. Paris, OECD, 2002.

PRASAD, E. *et al. Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence*. Washington, DC: International Monetary Fund, sep. 2003.

RODRIK, D. *Who needs capital account convertibility?* Harvard University, Feb, 1998. Disponível em: <<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/papers.html>> Acesso em: jan. 2005.

RUESGA, M. R. B.; CUNHA, A. M.; LÉLIS, M. T. C.; BICHARA, J. S. O investimento direto espanhol na América Latina: determinantes e impactos. *Cadernos PROLAM/USP*, ano 6, n. 1, p. 149-186, 2007.

RUESGA, M. S.; BÈJAR, R. C. *Impactos de las inversiones españolas en las economías latinoamericanas*. Madrid: Marcial Pons, 2008.

- SÁNCHEZ DÍEZ, A. *La internacionalización de la economía española hacia América Latina: los elementos determinantes en el inicio y la consolidación del proceso*. Burgos: Universidad de Burgos, 2002.
- SARGAN, J. D. The estimation of economic relationship using instrumental variables. *Econometrica*, v. 26, n. 3, p. 393-415, 1958.
- TREVIÑO, L. J.; MIXON JR., F. G. Strategic factors affecting foreign direct investment decisions by multi-national enterprises in Latin America. *Journal of World Business*, v. 39, n. 3, p. 233-243, 2004.
- UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT – UNCTAD. *World investment prospects survey 2008-2010*. United Nations: New York e Geneva, 2008.
- VERBEEK, M. *A guide to modern econometrics*. 3. ed. London: John Wiley & Sons, 2008.
- VERNON, R. Investimento externo e comércio internacional no ciclo do produto. In: SAVASINI, J. A. A.; MALAN, P. S.; BAER W. *Economia Internacional*. São Paulo: Saraiva, 1970.
- VERNON, R. The product cycle hypothesis in a new international environment. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, v. 41, n. 4, p. 255-267, 1979.
- WOOLDRIDGE, J. M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge: Massachusetts Institute of Technology Press, 2002.

APÊNDICE — VARIÁVEIS UTILIZADAS

Investimento estrangeiro direto espanhol na América Latina (IED_{it}^{ESP}) — essa variável foi utilizada em milhões de US\$ a preços constantes em 2007. Para isso, empregou-se o deflator dos gastos com investimento não residencial da economia dos Estados Unidos. Especificou-se o deflator da economia estadunidense, pois o IED_{it}^{ESP} está particularizado em US\$. As fontes de dados brutos do IED_{it}^{ESP} foram a Secretaria de Estado de Comercio — Gobierno de España e o U. S. Bureau of Economic Analysis.

Produto Interno Bruto dos países da América Latina (PIB_{it}^{AL}) — caracteriza-se essa variável em milhões de Paridade Poder de Compra. Esse agregado apresentou como fonte de dados brutos o Euromonitor International, utilizando-se das estatísticas do Fundo Monetário Internacional (FMI) — *International Financial Statistic*.

Taxa de crescimento real média dos últimos três anos do PIB dos países da América Latina (TX_{it}^{AL}) — a taxa de crescimento empregada considera o valor original em moeda local de cada economia, sendo sua unidade percentual (%). A fonte bruta dessa variável foi o FMI — *International Financial Statistic*.

Inflação média dos últimos três anos dos países da América Latina (IN_{it}^{AL}) — a inflação em termos percentuais, medida aqui pela variação dos preços ao consumidor em unidades, é assinalada como uma *proxy* do nível de estabilidade do país, isto é, quanto maior esse indicador, maior a incerteza econômica da região. Como fonte de dados brutos para esse agregado, tem-se FMI — *International Financial Statistic*.

Grau de abertura dos países da América Latina (GA_{it}^{AL}) — o grau de abertura é obtido ao se dividir a soma das exportações e importações de não fatores pelo valor do produto interno bruto (PIB) em US\$ correntes; dessa forma, essa variável encontra-se em valor percentual. Os dados brutos foram coletados a partir do FMI — *International Financial Statistic*.

Taxa de Câmbio dos países da América Latina ($TXCA_{it}^{AL}$) — a taxa de câmbio utilizada baseou-se na relação moeda local (\$) de cada país da amostra contra o Euro (•) nominal. A fonte de dados brutos desse indicador foi o Banco Central da Europa.

Taxa de absorção interna dos países da América Latina (AB_{it}^{AL}) — sabendo que a absorção interna é simplesmente a soma do consumo total e do investimento de cada país, e a taxa de absorção constitui-se nesse somatório sobre o PIB da região, identificado como um valor percentual, sendo todos os agregados medidos em US\$ correntes. Obtiveram-se os dados brutos para a construção do FMI — *International Financial Statistic*.

Produtividade do trabalho nos países da América Latina (PRO_{it}^{AL}) — o emprego da variável PRO_{it}^{AL} busca medir a intensidade tecnológica do parque fabril dos países latino-americanos. Por fim, esse indicador teve como fonte o *Euromonitor International*.

Custo do Trabalho na América Latina (SAL_{it}^{AM}) — o custo do trabalho nos países latino-americanos foi estabelecido pelo valor do salário mínimo mensal da manufatura em US\$ a preços constantes. A fonte de dados desse agregado foi o *Euromonitor International*.

Exportações dos países da América Latina intensivas em recursos naturais (RN_{it}^{AL}) — a agregação das vendas externas dos países latino-americanos, em termos de intensidade tecnológica, teve como fonte a tipologia sugerida por Pavitt (1984), medida em milhões US\$ correntes. A fonte de dados brutos para a produção desse último agregado foi o *Global Trade Atlas* (GTA).

Dummy de privatização na América Latina (PRI_{it}^{AL}) — a variável binária de privatizações tem como objetivo controlar os anos de significativa venda de empresas estatais nos países da América Latina, sendo a sua unidade US\$ corrente. A fonte de dados brutos desse agregado foi o Banco Mundial.

Os dados referentes às variáveis da Espanha foram obtidos no FMI — *International Financial Statistic* e no *Euromonitor*.