

LIBERALIZAÇÃO DA CONTA DE CAPITAIS E CRESCIMENTO ECONÔMICO: EVIDÊNCIAS DE DADOS EM PAINEL PARA A AMÉRICA LATINA

Aderbal Oliveira Damasceno

Doutorando em Economia pelo Instituto de Economia da Unicamp

RESUMO

O objetivo deste trabalho é realizar uma investigação empírica acerca da relação entre *Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico* tendo como objeto de estudo a experiência de 16 países da América Latina com dados anuais para o período 1986-2000. Como metodologia econométrica utiliza-se um modelo dinâmico de dados em painel (*dynamic panel data model*) estimado fazendo-se uso da abordagem proposta originalmente por Arellano e Bond (1991). Os cálculos econométricos não corroboram a hipótese de que a liberalização da conta de capitais estimularia o crescimento econômico. Para essa amostra de países, período, metodologia econométrica e indicadores utilizados como *proxies* para o grau de liberalização da conta de capitais dos países, os resultados *sugerem* um efeito adverso da liberalização da conta de capitais sobre o crescimento do PIB real *per capita* dos países.

Palavras Chave: Conta de Capitais; Crescimento Econômico; América Latina

Classificação JEL: F33, F36, F43

ABSTRACT

The aim of this paper is to carry out an empirical analysis about the relation between Liberalization of Capital Account and Economic Growth having as study object the experience of 16 countries of Latin America with annual data for the period 1986-2000. As econometrical methodology, a dynamic model of data in panel was used in agreement with original proposal from Arellano and Bond (1991). The econometrical calculations do not corroborate the hypothesis of that the liberalization of the Capital Account would stimulate the economic growth. The results suggest an adverse effect of the liberalization of the Capital Account on the real growth gross domestic product per capita of the countries.

Key-words: Liberalization of Capital Account; Economic Growth; Latin America

Classification JEL: F33, F36, F43

1 INTRODUÇÃO

O compromisso com a manutenção de controles sobre os fluxos de capitais era um dos principais aspectos do conjunto de arranjos institucionais acordados em *Bretton Woods*. Todavia, nas últimas três décadas do século passado, de modo geral, as economias nacionais moveram-se em direção a uma maior permissividade quanto à liberdade para a circulação de capitais entre as fronteiras nacionais.

O processo de liberalização da conta de capitais foi mais acentuado nos países desenvolvidos, tendo seu início no começo dos anos 70 no bojo da desarticulação do arcabouço institucional erigido em *Bretton Woods*, se intensificando a partir dos anos 80 e, principalmente, ao longo da década de 90. Nos países em desenvolvimento esse movimento adquire forma mais acabada a partir do final da década de 80 e se intensifica ao longo da década de 90.

Do ponto de vista teórico, a defesa de um desenho institucional para as economias domésticas que permita a livre circulação de capitais entre as fronteiras é fundamentada por modelos teóricos que sublinham um conjunto de canais através dos quais a liberalização da conta de capitais levaria à melhoria na eficiência da alocação de recursos, estimulando o crescimento econômico de longo prazo dos países.

O objetivo deste trabalho é, a partir de uma sintética revisão da literatura teórica e empírica, realizar uma investigação empírica acerca da relação entre *Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico* tendo como objeto de estudo a experiência da América Latina com dados anuais para o período 1986-2000. Como metodologia econométrica utiliza-se um modelo dinâmico de dados em painel (*dynamic panel data model*) estimado fazendo-se uso da abordagem proposta originalmente por Arellano e Bond (1991). O estudo da experiência da América Latina tem como motivação, principalmente, o fato de que os países da Região, desde o final da década de 80 e mais acentuadamente ao longo da década de 90, moveram-se em direção a uma maior liberalização da conta de capitais, bem como, após uma década de escassez, receberam grande fluxo de capitais externos.

Para tanto, o trabalho está organizado em 4 seções além desta introdução; i) na seção 2 é feita uma revisão da literatura teórica e empírica acerca da relação entre *Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico*; ii) na seção 3 é especificado o modelo a ser estimado e apresentada de forma resumida a abordagem econométrica utilizada; iii) na seção 4 são apresentados e discutidos os resultados dos cálculos econométricos para a experiência da América Latina; iv) e, por fim, na seção 5, alinham-se algumas considerações finais.

2 LIBERALIZAÇÃO DA CONTA DE CAPITAIS E CRESCIMENTO ECONÔMICO

2.1 Debate Teórico

No âmbito da literatura convencional, modelos teóricos sublinham um conjunto de canais através dos quais a liberalização da conta de capitais levaria à melhoria na eficiência da alocação de recursos, estimulando o crescimento econômico dos países. No que segue, esses canais são apresentados resumidamente:

Aumento da Poupança Doméstica - Do ponto de vista da economia internacional, “[...] free capital movements facilitate an efficient global allocation of savings and help channel resources into their most productive uses, thus increasing economic growth e welfare [...]” (FISHER, 1998, p. 2). Esse aumento de eficiência na alocação global de recursos deriva do teorema de Hecksher-Ohlin, segundo o qual a taxa de retorno dos fatores de produção em cada país depende da disponibilidade relativa dos fatores, de modo que os fluxos de capitais tenderiam a fluir de países onde são relativamente mais abundantes para países onde são relativamente mais escassos. Decorre daí que a liberalização da conta de capitais seria particularmente benéfica para os países em desenvolvimento, tendo como resultado o aumento da

poupança doméstica, aumento da acumulação de capital e maior crescimento econômico (BARRO, MANKIW, SALA-I-MARTIN, 1995).

Redução nos custos do Capital – Primeiro, o aumento na oportunidade para diversificação de *portfolio*, resultante da liberalização da conta de capitais, induziria a uma mudança em direção a projetos de investimento com altas taxas de retorno esperado. Por sua vez, altas taxas de retorno estimulariam o crescimento econômico por encorajar altas taxas de poupança e investimento (OBSTFELD, 1994)¹. Segundo, como resultado do aumento dos fluxos de capitais, o mercado de capitais se tornaria mais líquido, o que poderia reduzir o prêmio de risco das ações e títulos, e desse modo diminuir o custo de levantar capital para investimentos (PRASAD, ROGOFF et alli, 2003; McLEAN, SHRESTHA, 2002).

Transferência de Tecnologia - Prasad e Rogoff et alli (op. cit.) argumentam que economias com contas de capitais liberalizadas tendem a atrair grande parte dos fluxos de capitais na forma de Investimento Externo Direto, que além de representar um acréscimo à poupança doméstica, tem o potencial de gerar *spillovers* tecnológicos e serve como canal para a transmissão de melhores práticas administrativas. Esses *spillovers* podem aumentar a produtividade agregada e, por sua vez, estimular o crescimento econômico (AGÉNOR, 2003).

Desenvolvimento do Sistema Financeiro Doméstico - A liberalização da conta de capitais incrementaria a eficiência do sistema financeiro doméstico devido à possibilidade de especialização na oferta de serviços financeiros e à maior concorrência entre instituições residentes e não residentes. Em adição, a integração com o mercado financeiro internacional reduziria a margem de intermediação e abriria acesso ao mercado externo, possibilitando a obtenção de créditos com menores custos por empresas dos países em desenvolvimento (AGÉNOR, op. cit.; EICHENGREEN et alli, op. cit.)².

Disciplina Macroeconômica – Tem sido argumentado que, por aumentar a recompensa para a prática de *boas políticas econômicas* e as penalidades para a prática de *más políticas econômicas*, a liberalização da conta de capitais poderia induzir os países a seguirem políticas macroeconômicas mais disciplinadas e, desse modo, reduzir a frequência de erros na condução da política econômica. Na medida em que a prática de políticas econômicas disciplinadas se traduza em grande estabilidade macroeconômica e financeira, o resultado pode ser altas taxas de crescimento econômico devido a uma alocação mais eficiente de recursos (AGÉNOR, op. cit.; PRASAD e ROGOFF et alli, op. cit.).

Implícitos aos argumentos supra citados, como notado por Eatwell (1996), estão a *Hipótese de Mercados Eficientes* (o mercado financeiro internacional aloca capitais de forma eficiente) combinada com a primeira parte do *Teorema Fundamental da Economia do Bem-Estar* (mercados competitivos são eficientes e, portanto, controles de capitais são ineficientes). Sem embargo, mesmo no âmbito da literatura convencional, é possível encontrar autores que chamam a atenção para a possibilidade de que os benefícios da liberalização da conta de capitais não se concretizem por conta da existência de assimetria de informação nos contratos financeiros e distorções pré-existentes no funcionamento das economias domésticas (EICHENGREEN et alli, op. cit; BAILLIU, 2000; McLEAN, SHRESTHA, op. cit.; COOPER, 1998; SOTO, 2000).

¹ Esse argumento é sintetizado por Eichengreen et alli (1998, p.12): “Capital mobility can thereby enable investors to achieve higher risk-adjusted rates of return. Higher rates of return can encourage saving and investment that deliver faster rates of economic growth”.

² Como exposto de forma clara por Klein e Olivei (1999, p.1), “Another possible reason for favoring open capital markets is that foreign borrowing and lending may contribute to the development of a country’s financial system. A well-functioning financial system provides a set of markets for borrowing and lending, which mitigates problems of asymmetric information and transaction costs, thereby mobilizing savings, efficiently allocating resources, facilitating risk management, exerting corporate control, and easing the trade of goods and services. Thus, opening capital markets, by promoting financial depth, also promotes overall economic growth”.

Sob o pressuposto de existência de assimetria de informação nos contratos financeiros, ineficiências podem surgir como resultado de *Seleção Adversa*, *Risco Moral* e *Comportamento de Manada*, enfraquecendo os pressupostos teóricos a favor da liberalização da conta de capitais. A esse respeito, Eichengreen et alli (op. cit., p. 12) observam que “The classic case for unfettered capital markets is predicated on the assumption that they deliver an efficient allocation of resources. [...] Under the alternative assumption that information is asymmetric, inefficiencies can arise”.

Mesmo quando a informação é completa, a liberalização da conta de capitais pode não resultar em estímulo ao crescimento econômico dos países, como resultado de distorções pré-existentes no funcionamento das economias domésticas, notadamente, baixo nível de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico e distorções em relação ao comércio internacional. Agénor (op. cit) e Soto (op. cit.) argumentam que, em países com fraco sistema bancário e pobre supervisão e regulação, a intermediação direta ou indireta de grande montante de fundos pelo sistema bancário pode exacerbar problemas de *Risco Moral* associados com garantias explícitas ou implícitas de depósitos, de modo que “[...] net capital flows will have a positive effect on growth only for those countries that have developed banking sectors: otherwise, the effect of net capital flows on growth is negative” (BAILLIU, op. cit., p. 15). Cooper (op. cit.) argumenta que a liberalização da conta de capitais na presença de distorções em relação ao comércio internacional resultará em uma alocação ineficiente do capital e, certamente, até desestímulo ao crescimento econômico, por induzir influxos de capitais para setores onde o país não tem *Vantagens Comparativas*³.

Tendo isso em vista, Eichengreen et alli (op. cit., p. 14) afirmam que “[...] the theoretical presumption in favor of the liberalization of domestic and international financial markets is weakened by the presence of asymmetric information and domestic distortions”. No entanto, os autores afirmam que esses problemas podem ser corrigidos ou diminuídos significativamente através de políticas públicas, notadamente: i) abertura ao comércio internacional; ii) políticas que encorajem a aderência aos padrões mundiais de contabilidade e auditoria; iii) que facilitem o cumprimento de regras sadias de governança corporativa; e iv) que protejam investidores e emprestadores contra fraudes. Resulta daí que “With these important safeguards, capital account liberalization and broader financial liberalization are not only inevitable, but will clearly be beneficial” (EICHENGREEN et alli, op. cit., p.1). Portanto, ao considerar as implicações da existência de assimetria de informação no mercado financeiro e distorções domésticas pré-existentes para a relação entre *Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico*, emerge dessa discussão que seria necessário um conjunto de pré-condições a ser preenchido pelas economias domésticas para que os potenciais benefícios da liberalização da conta de capitais se concretizassem: i) certo nível de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico; ii) certo grau de abertura ao comércio internacional; e iii) prática de políticas econômicas consideradas *sadias* pela literatura convencional⁴.

Ainda no âmbito da literatura convencional, uma análise bem menos otimista é apresentada por Stiglitz (2000, 2003). O autor, primeiro, apresenta argumentos visando ressaltar as fragilidades teóricas subjacentes à hipótese de que a liberalização da conta de capitais estimularia o crescimento econômico e, segundo, explica porque se espera que a liberalização da conta de capitais tenha efeitos adversos sobre o

³ Esse argumento também é apresentado por Edison, Levine, Ricci, Sloek (2002, p.1): “There are innumerable constellations of distortion for which liberalization of international capital controls will hurt resource allocation and growth. For example, in the presence of trade distortions, capital account liberalization may induce capital inflows to sectors in which the country has a comparative disadvantage”.

⁴ De modo mais geral, Edison, Levine, Ricci, Sloek (op. cit., p.1) observam que “[...] International Financial Integration in countries with weak institutions and policies – e.g., weak financial and legal systems – may actually induce a capital outflow from capital-scarce countries to capital-abundant countries with better institutions. Thus, some theories predict that international financial integration will promote growth only in countries with sound institutions and good policies.”

investimento e crescimento econômico dos países. No que segue é apresentado o primeiro conjunto de argumentos:

i) o argumento de que a liberalização da conta de capitais permitiria uma alocação mais eficiente dos recursos globais, incrementando a poupança dos países em desenvolvimento, tem como base o pressuposto de que o mercado de capitais e financeiro é igual a mercados para bens e serviços *ordinários*. A falha apontada nesse argumento é o fato de que Stiglitz considera os mercados de capital e financeiro essencialmente diferentes de mercados *ordinários* para bens e serviços, por conta da existência de assimetria de informação (STIGLITZ, 2000).

ii) Quanto ao argumento de que a liberalização da conta de capitais promove estabilidade macroeconômica, o autor considera o mais deficiente. A idéia é que a liberalização da conta de capitais está sistematicamente associada a maior instabilidade, pelo fato dos fluxos de capitais serem marcadamente pró-cíclicos, exacerbando as flutuações econômicas, quando não são causadores dessas flutuações (STIGLITZ, op. cit.).

A segunda parte da argumentação, qual seja, as justificativas para o fato de a liberalização da conta de capitais desestimular o investimento e crescimento econômico, é apresentada na seqüência:

i) o primeiro argumento é de que a liberalização da conta de capitais levaria a instabilidade, e essa instabilidade teria efeitos adversos sobre o comportamento do investimento e crescimento econômico. Além da instabilidade, a presença do risco de instabilidade desencorajaria investimentos produtivos. Essa instabilidade aludida diz respeito especificamente ao comportamento dos fluxos de investimentos de curto prazo (*portfolio*) em um ambiente financeiramente integrado⁵.

ii) o segundo argumento diz respeito ao fato da instabilidade associada ao comportamento dos fluxos de capitais de curto prazo (*portfolio*), em um ambiente financeiro integrado, desencorajar influxos de Investimento Externo Direto, que, segundo o autor, é esperado ter efeitos positivos sobre o crescimento econômico (STIGLITZ, 2000).

iii) o terceiro argumento diz respeito ao fato de que a abertura da conta de capitais pode facilitar a fuga de capitais do país, com efeitos adversos sobre o crescimento econômico. Ou seja, como argumenta Stiglitz (op. cit., p. 1081), “Opening the capital account can, and has in several countries, facilitated the flow of capital out of the country (rather than, as promised, accelerating the flow of capital into the country), providing another channel for adverse effects”.

iv) o quarto argumento diz respeito ao fato de que, em uma economia financeiramente integrada, necessita-se manter grande quantidade de reservas de modo a proteger o país contra a volatilidade do mercado financeiro internacional. A manutenção dessas reservas representa para o país uma transferência de renda líquida para o exterior, já que o custo dos empréstimos excede a remuneração das reservas (STIGLITZ, op. cit.).

Esses são os argumentos apresentados para explicar tanto as fragilidades teóricas subjacentes aos argumentos que estabelecem uma relação de causalidade positiva da liberalização da conta de capitais para o crescimento econômico, bem como para explicar porque “[...] there are even reasons to expect that capital market liberalization can have negative effects on growth” (STIGLITZ, op. cit., p.1080).

⁵ Stiglitz (2003, p.514) esboça pelo menos um canal através do qual essa instabilidade pode desestimular o crescimento econômico: “I have already referred to the risk imposed by capital market liberalization. The surges of capital, first into the country, and then out, impose tremendous costs, regardless of the exchange rate regime. Under flexible exchange rate, for instance, these surges are likely to lead to large changes in exchange rates, imposing huge risks on every aspect of society. But I am concerned not just with the overall welfare costs, but the adverse effects of growth. Firms facing more highly volatile prices of inputs and outputs will demand a compensating risk premium – with an adverse effect on investment and growth.”

Emergem dessa pequena síntese da literatura convencional que os efeitos esperados da liberalização da conta de capitais sobre o crescimento econômico dependem sobremaneira dos fundamentos teóricos aceitos como plausíveis para explicar o comportamento do mercado financeiro. A assunção da existência de assimetria de informação nos contratos financeiros, ao enfraquecer os pressupostos teóricos, permite desde uma abordagem *cautelosa* quanto à relação entre *Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico*, como fica claro na análise de Einchengreen et alli (op. cit.), até uma abordagem mais crítica, como fica explícito nos argumentos apresentados por Stiglitz (2000, 2003).

Fora das fronteiras da ortodoxia, a literatura *Pós-Keynesiana* permite elaborar uma crítica ainda mais fundamental aos argumentos que sublinham um conjunto de canais através dos quais a liberalização da conta de capitais estimularia o crescimento econômico dos países. Nesta perspectiva, parte-se do pressuposto de existência de incerteza fundamental, ou, usando a linguagem de Davidson (1998a), de que o sistema econômico é não ergódico, onde o futuro é incerto no sentido de que uma expectativa de ganho baseada em cálculos matemáticos confiáveis, realizados de acordo com funções de probabilidade, não pode ser obtida de algum conjunto de dados existente.

Especificamente com relação a mercados financeiros, como ressaltam Carvalho e Sicsú (2004, p. 8), esse ambiente de incerteza é ainda mais importante, já que, na negociação de ativos, negocia-se, na verdade, recompensas futuras, a serem usufruídas sob condições que também só se revelarão no futuro. Não é razoável esperar que um mercado financeiro caracterizado pela existência de incerteza fundamental seja eficiente para revelar os valores fundamentais subjacentes aos ativos financeiros, pelo contrário, nessa perspectiva, a função do mercado financeiro não é alocar capital de forma eficiente, mas fornecer liquidez aos agentes econômicos. Desse modo, “In a nonergodic system, one can never expect whatever data set exists today to provide a reliable guide to future outcomes. In such world, markets cannot be efficient. Instead *the primary function of financial markets is to provide liquidity*” (DAVIDSON, 2002, 187).

Ao assumir a existência da incerteza fundamental, rejeita-se a *Hipótese de Mercados Eficientes*. Com isso, faz-se uma crítica mais contundente aos proponentes da liberalização da conta de capitais do que a crítica presente na assunção de assimetrias de informação nos mercados financeiros. Se a função do mercado financeiro não é alocar capital de forma eficiente, então não existe razão para esperar que a liberalização da conta de capitais levará a maior crescimento econômico, nem no curto nem no longo prazo. Davidson (1998b, p.2) argumenta especificamente a esse respeito:

Since the 1970s, this ‘compelling’ efficient market logic has provided the justification for nations to dismantle most of the post-war capital regulation in financial markets. The argument for this ‘liberalization’ of financial markets was that it would produce lower real costs of capital and higher output and productivity growth rates compared to the growth rates experienced between World War II and 1973 when international capital flow controls were practiced by most countries of the world [...] In Keynes’s General Theory the primary function of financial markets is to provide liquidity not efficiency, consequently real world international capital markets can never deliver, in either the short-run or the long-run, the results claimed by EMT (Efficient Market Theory).

Essa argumentação leva Davidson (2003, p.7) a afirmar que “Instead of producing the utopian promises of greater stability and more rapid economic growth promised by classical economists, liberalization of capital flow regulations has been associated with exchange rate instability, slower global economic growth, and higher global unemployment”. Tendo como base os mesmos fundamentos teóricos acerca do funcionamento do mercado financeiro, Alves et alli (2000, p. 124) argumentam que “If we accept that liberalized and integrated market arrangements of the *global era* may be dangerous to economic stability and that they limit the long-run attainment of a full employment economy [...] is necessary to establish some sort of control of capital flows [...]”.

Eatwell (op. cit., p.35), tendo como base a análise desenvolvida por Keynes no *Cap. 12 da Teoria Geral*, argumenta que a liberalização da conta de capitais resultaria em deterioração da performance econômica:

i) um mercado que opera como um *concurso de beleza*, por conta da instabilidade e propensão a severas perdas ocasionais de liquidez, aumentaria os custos do capital e poderia levar mesmo a severas escassezes de capital, desencorajando decisões de investimento e tendo impacto negativo sobre o comportamento do produto; e ii) com a liberalização da conta de capitais, seria necessária a manutenção da chamada *credibilidade de mercado*, o que forçaria governantes a seguirem políticas preferidas pelo mercado financeiro, incompatíveis com taxas de investimento e crescimento desejáveis.

Essa pequena síntese *sugere* uma interpretação alternativa à combinação ortodoxa de *Hipótese de Mercados Eficientes* e *Economia do Bem-Estar*. No entanto, nessa perspectiva teórica alternativa, não obstante o esforço de pesquisa empreendido por vários autores, as análises não apresentam uma abordagem sistemática acerca das possíveis conexões entre *Liberalização da Conta de Capitais* e *Crescimento Econômico*, o que levou Carvalho (2004, p.14) a afirmar que uma “área promissora para pesquisas é o mapeamento dos canais pelos quais controles de capitais influenciam [...] as metas últimas da sociedade, como o crescimento e o pleno emprego”.

2.2 A Literatura Empírica

Desde o final da década de 90 do século passado, é crescente o esforço de pesquisa com o objetivo de verificar empiricamente a existência de benefícios advindos da liberalização da conta de capitais. No geral, os trabalhos estimam equações de crescimento incluindo entre as variáveis explanatórias algum indicador como *proxy* para o grau de liberalização da conta de capitais dos países, que varia desde *proxies* para existência de restrições governamentais, até a utilização dos próprios fluxos de capitais como *proxy* (variáveis de resultado). No que segue, são apresentados brevemente alguns resultados de estudos empíricos.

O estudo empírico pioneiro foi elaborado por Quinn (1997), quem construiu um indicador de liberalização da conta de capitais baseado em diversos números do *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* divulgado pelo FMI. O autor utilizou esse índice nas equações de crescimento estimadas para uma amostra de países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1960-1989. Os resultados econométricos, de acordo com Quinn (op. cit.), proporcionavam a primeira demonstração sistemática de que a liberalização da conta de capitais contribui para o crescimento econômico dos países.

Rodrik (1998), utilizando como indicador de liberalização da conta de capitais uma variável binária disponibilizada pelo FMI até 1995, que informa a ausência ou presença de restrições, estimou equações de crescimento utilizando dados para países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1975-1989. A conclusão do trabalho é que “the data provide no evidence that countries without capital controls have grown faster, invested more, or experienced lower inflation” (RODRIK, op. cit., p.61). Também não foram encontradas evidências de que a liberalização da conta de capitais teria efeitos positivos sobre o crescimento econômico de países com alto grau de desenvolvimento institucional:

The logic of this view suggests that capital-account convertibility should have beneficial effects in countries with strong institutions. I find no evidence for this on the data: Interacting capital-account liberalization with indices of the quality of public institutions yields insignificant (and often “wrong” – signed) coefficients. (RODRIK, op. cit., p.63)

Edison, Levine, Ricci, Sloek (op. cit.), em estudo elaborado no âmbito do FMI, estimaram equações de crescimento para uma amostra contendo países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1980-1995. São utilizados como *proxies* para o grau de liberalização da conta de capitais dos países tanto a variável fornecida pelo FMI quanto fluxos brutos de capitais privados. A conclusão dos autores é que “The data do not support the view that international financial integration per se accelerates economic growth even when allowing this relationship to vary with economic, financial, institutional, and macroeconomic characteristics” (EDISON; LEVINE; RICCI; SLOEK, op. cit., p.24).

Também em estudo elaborado no âmbito do FMI, Edison, Klein, Ricci, Sloek (2002) estimaram equações de crescimento com dados para uma amostra contendo países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1976-1995, utilizando como medidas de liberalização da conta de capitais a variável binária fornecida pelo FMI e o índice elaborado por Quinn (op. cit.). Os resultados do trabalho *sugerem* que os efeitos positivos da liberalização da conta de capitais são maiores e mais significativos entre os países em desenvolvimento do que nos países desenvolvidos e entre aqueles nos países do Leste da Ásia.

Com o objetivo de testar se Influxos de Capitais Totais, Investimento Externo Direto, Investimento de *Portfolio* e Créditos Bancários exercem um efeito positivo sobre o crescimento dos países, McLean e Shrestha (op. cit.) estimam equações de crescimento utilizando dados para uma amostra contendo países desenvolvidos e em desenvolvimento. A conclusão do trabalho é que “We find that foreign direct investment and portfolio inflows enhance growth. By contrast, bank inflows appear to have a negative effect on growth [...]” (MCLEAN; SHRESTHA, op. cit., p.18).

Da mesma maneira, com o objetivo de testar o efeito de fluxos de Investimento Externo Direto e Investimento de *Portfolio* sobre o crescimento econômico dos países, Carkovic e Levine (2002) estimam equações de crescimento para uma amostra contendo países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1965-1995. A conclusão do trabalho é que Investimento Externo Direto e Investimento de *Portfolio* não exercem efeito positivo sobre o crescimento econômico e que essa relação não depende de outros fatores, ou seja, não existe uma relação causal positiva e robusta nem mesmo para países com alto grau de desenvolvimento econômico, alto grau de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, grande estoque de capital humano e alto grau de abertura ao comércio internacional. Ou seja,

This paper’s findings are robust to (a) econometric specification that allow FDI to influence growth differently depending on national income, school attainment, domestic financial development, and openness to international trade, (b) alternative estimation procedures, (c) different conditioning information set and samples, (d) the use of portfolio inflows instead of FDI, and (e) the use of alternative databases on FDI. The data produce consistent results: there is not a robust, causal link running from FDI to economic growth. (CARKOVIC; LEVINE, op. cit., p.3)

Essa pequena síntese da literatura empírica sugere, **no mínimo**, que não existe consenso de que a liberalização da conta de capitais tenha efeitos positivos sobre o crescimento econômico dos países. Quando a literatura que investiga a relação entre *Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico* era ainda incipiente, a ausência de consenso levou Rodrik (op. cit., p.64) a afirmar que “the benefits of removing capital controls, however, remain to be demonstrated”. O atual estágio de desenvolvimento da literatura empírica, com crescente sofisticação da modelagem econométrica e utilização de vários indicadores como *proxies* para o grau de liberalização da conta de capitais dos países, dá a essa afirmação uma contemporaneidade e significado ainda mais importantes.

3 CONSIDERAÇÕES METODOLÓGICAS

3.1 Especificação do Modelo

Neste trabalho será utilizado um modelo dinâmico de dados em painel. Essa abordagem parte do pressuposto de que a trajetória da taxa de crescimento é consistente com o seguinte processo (ver a esse respeito SOTO, op. cit.; BAILLIU, op. cit.):

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = \lambda y_{i,t-1} + X_{i,t} \beta + u_{i,t} \quad (1)$$

$$u_{i,t} = \mu_i + \eta_t + v_{i,t} \quad (2)$$

Onde:

$y_{i,t}$ é o logaritmo do PIB real *per capita* do país i no tempo t , $X_{i,t}$ é um vetor-linha de possíveis determinantes do crescimento econômico, μ_i é um termo não observável específico a cada país, η_t é um termo não observável específico a cada período e $\nu_{i,t}$ é o termo aleatório⁶. As variáveis explanatórias (de controle) incluídas em $X_{i,t}$, selecionadas de acordo com a literatura empírica, são:

Investimento - Formação Bruta de Capital Fixo como proporção do PIB (Fonte: World Development Indicators 2003 - World Bank);

Governo - Consumo do governo como proporção do PIB, *proxy* para o tipo de política macroeconômica (Fonte: World Development Indicators 2003 - World Bank);

Comércio - Importações + exportações como proporção do PIB, *proxy* para o grau de abertura das economias ao comércio internacional (Fonte: World Development Indicators 2003 - World Bank);

Crédito - Crédito concedido por instituições bancárias ao setor privado como proporção do PIB, *proxy* para o grau de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico (Fonte: International Financial Statistics - IMF);

Inflação - Índice de preços ao consumidor, *proxy* para o grau de estabilidade macroeconômica (Fonte: World Development Indicators 2003 - World Bank).

Em adição, serão incluídos entre as variáveis explanatórias dois indicadores, *proxies* para o grau de liberalização da conta de capitais dos países:

i) *GPCF* - Essa variável é a soma de entrada mais saídas de fluxos de capitais privados, que incluem Investimento Externo Direto, Investimento de *Portfolio* e Outros Investimentos (como proporção do PIB). Segundo o World Bank (2003, p.1), essa é “[...] the better measure of integration because they measure the total value of financial transaction during a given period”. Essa medida de liberalização da conta de capitais é também utilizada em Edison, Levine, Ricci, Sloek (op. cit.), e Prasad e Rogoff et alli (op. cit.). (Fonte: World Development Indicators 2003 - World Bank)

ii) *CaOpen* - Essa variável foi construída por Chinn e Ito (2002) tendo como base as informações contidas no *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* divulgado pelo FMI. A idéia dos autores é de que este índice capte não só a existência de controles sobre a conta de capitais, mas também a intensidade desses controles, de modo que, quanto maior o valor do índice para um dado país, mais liberalizada é a conta de capitais desse país. Esse índice está disponível em <http://web.pdx.edu/~ito> e para maiores detalhes acerca da construção ver Chinn e Ito (2005).

A amostra utilizada no estudo é formada por 16 países da América Latina e dados anuais que cobrem o período 1986-2000. Os países presentes na amostra são: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Paraguai, Peru, Uruguai, Venezuela.

⁶ Reisen et al (op. cit.) observam que para algum país específico, o nível de renda de *steady-state*, condicional a (X, μ, η) , pode ser escrito como: $y^*(X, \mu, \eta) = -\frac{(X\beta + \mu + \eta)}{\lambda}$

Isso permite verificar o efeito de uma variável contida em $X_{i,t}$ no nível de renda de *steady-state*.

O sinal esperado e o nível de significância dos coeficientes associados aos indicadores utilizados como *proxies* para o grau de liberalização da conta de capitais dos países é a hipótese a ser testada neste trabalho, ou seja, os argumentos da teoria convencional segundo os quais a liberalização da conta de capitais estimularia o crescimento econômico dos países. Em adição, caso os resultados não mostrem uma relação causal positiva e robusta da liberalização da conta de capitais para o crescimento do PIB real *per capita*, serão construídas variáveis de interação, para testar um conjunto de hipóteses anunciadas na literatura convencional, segundo as quais o efeito dessas variáveis dependeria do grau de abertura das economias ao comércio internacional, grau de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, tipo de política macroeconômica praticada e grau de estabilidade macroeconômica das economias. Essas hipóteses serão testadas através da construção de variáveis de interação entre os indicadores de liberalização da conta de capitais (*GPCF* e *CaOpen*) e o indicador de abertura ao comércio internacional (*Comércio*), desenvolvimento do sistema financeiro doméstico (*Crédito*), políticas macroeconômicas consideradas sadias (*Governo*) e estabilidade macroeconômica (*Inflação*).

3.2 Abordagem Econométrica

A motivação para a utilização de um modelo dinâmico de dados em painel é a possibilidade de levar em consideração os seguintes aspectos (ver a esse respeito Blundel et alli, 2000; Bond et alli, 2001): i) a dimensão temporal dos dados; ii) efeitos não observáveis específicos a cada país e efeitos não observáveis específicos a cada período; iii) inclusão da variável dependente defasada entre as variáveis explanatórias; e iv) a possível endogeneidade das variáveis explanatórias⁷. O que caracteriza a relação dinâmica é a presença da variável dependente defasada entre os regressores. Isso fica claro reescrevendo a equação (1) da seguinte forma⁸:

$$y_{i,t} = \gamma y_{i,t-1} + X_{i,t} \beta + u_{i,t} \quad i = 1, \dots, N \text{ e } t = 1, \dots, T \quad (3)$$

onde $\gamma = 1 + \lambda$ e, lembrando a definição de $u_{i,t}$ na equação (2), $\mu_i \sim IID(0, \sigma_\mu^2)$ e $v_{i,t} \sim IID(0, \sigma_v^2)$ independentes um do outro e entre eles mesmos. Arellano e Bond (1991) sugerem um procedimento de variáveis instrumentais utilizando as condições de ortogonalidade que existem entre os valores defasados de $y_{i,t}$ e os $v_{i,t}$. O Primeiro passo é fazer a primeira diferença da equação (3) para eliminar os efeitos específicos a cada país:

$$(y_{i,t} - y_{i,t-1}) = \gamma(y_{i,t-1} - y_{i,t-2}) + (X_{i,t} - X_{i,t-1})\beta + (v_{i,t} - v_{i,t-1}) \quad (4)$$

Para o primeiro período, ou seja, $t = 3$, temos:

⁷ Nos trabalhos empíricos consultados é freqüente a menção à possibilidade de que as variáveis explanatórias sejam predeterminadas ao invés de estritamente exógenas, com $E(X_{i,t} v_{i,s}) \neq 0$ para $s < t$, e zero de outra maneira, pressuposto que é feito aqui. Para maiores detalhes ver Bailliu (op. cit.), Edison, Klein, Ricci e Sloek (op. cit.), Edison, Levine, Ricci e Sloek (op. cit.).

⁸ A especificação do modelo inclui um termo variante ao longo do tempo e constante entre os países, η_t , que controla para algum efeito tempo-específico não explicado pelas variáveis explanatórias incluídas na regressão, omitido nas equações apresentadas nesta seção com a finalidade de simplificar a apresentação da abordagem econométrica. Ou seja, como observa Bond (2002, p.4): “In this context it is straightforward to allow for time-specific effects, common to all individuals, simply by including period-specific intercepts in the specification, or by transforming the series into deviations from period-specific means (i.e. the mean across all individuals for a particular time period).”

$$y_{i3} - y_{i2} = \gamma(y_{i2} - y_{i1}) + (X_{i3} - X_{i2}) + (v_{i3} - v_{i2})$$

Neste caso, $[y_{i1}, X_{i1}, X_{i2}]$ são instrumentos válidos, desde que sejam altamente correlacionados com $(y_{i2} - y_{i1})$ e $(X_{i3} - X_{i2})$ e não correlacionados com $(v_{i3} - v_{i2})$, contanto que os $v_{i,t}$ não sejam serialmente correlacionados. Para o segundo período, ou seja, $t = 4$, temos:

$$y_{i4} - y_{i3} = \gamma(y_{i3} - y_{i2}) + (X_{i4} - X_{i3}) + (v_{i4} - v_{i3})$$

Neste caso, $[y_{i1}, y_{i2}, X_{i1}, X_{i2}, X_{i3}]$ são instrumentos válidos, desde que sejam altamente correlacionados com $(y_{i3} - y_{i2})$ e $(X_{i4} - X_{i3})$ e não correlacionados com $(v_{i4} - v_{i3})$, contanto que os $v_{i,t}$ não sejam correlacionados. Continuando dessa maneira, adicionando um instrumento válido a cada período para frente, tal que para o período T , o conjunto de instrumentos válidos torna-se $[y_{i1}, \dots, y_{i,T-2}, X_{i1}, \dots, X_{i,T-1}]$, obtemos a seguinte matriz de instrumentos para o país i :

$$W_i = \begin{vmatrix} [y_{i1}, X_{i1}, X_{i2}] & & & & 0 \\ & [y_{i1}, y_{i2}, X_{i1}, X_{i2}, X_{i3}] & & & \\ & & \ddots & & \\ 0 & & & & [y_{i1}, \dots, y_{i,T-2}, X_{i1}, \dots, X_{i,T-1}] \end{vmatrix} \quad (5)$$

A matriz de instrumentos é $W = [W'_1, \dots, W'_N]'$ e as condições de momento descritas acima são dadas por $E(W'_i \Delta v_i) = 0$. Como argumenta Bond (op. cit., p.8), o estimador GMM (*Generalised Method of Moments*) assintoticamente eficiente, baseado no conjunto de condições de momento estabelecido acima, minimiza o seguinte critério:

$$J_N = \left[\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \Delta v'_i W_i \right] V_N \left[\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N W'_i \Delta v_i \right] \quad (7)$$

Onde V_N é uma matriz de ponderação da seguinte forma:

$$V_N = \left[\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N W'_i (\Delta \hat{v}_i) (\Delta \hat{v}_i)' W_i \right]^{-1} \quad (8)$$

O estimador resultante é o “*two-step Arellano-Bond (1991) GMM estimator*”, onde os $(\Delta \hat{v}_i)$ são consistentes estimativas da 1ª diferença dos resíduos obtidos de um estimador consistente preliminar. Como ressalta Baltagi (1995, p.128), esse estimador GMM não requer nenhum conhecimento concernente às condições iniciais ou distribuição de $v_{i,t}$ e μ_i .

Arellano e Bond (op. cit.,) propõem uma estatística para testar a hipótese nula de que não existe correlação serial de segunda ordem na equação em diferença. Como argumenta Baltagi (op. cit., p.131), esse teste é importante porque a consistência do estimador GMM depende do fato de que $E[\Delta v_{it} \Delta v_{i,t-2}] = 0$. Em adição, Arellano e Bond (op. cit.,) sugerem uma estatística para testar as

condições de momento utilizadas para calcular o estimador GMM, o “*Sargan’s test*”, sob a hipótese nula de que essas condições são válidas.

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS ECONÔMÉTRICOS

O objetivo desta seção é apresentar os resultados econométricos. A apresentação será feita da seguinte maneira: i) serão apresentados os resultados referentes aos cálculos econométricos que testam a hipótese de que a liberalização a conta de capitais estimula o crescimento econômico; e ii) serão apresentados os resultados referentes aos cálculos econométricos que testam a hipótese de que o efeito da liberalização da conta de capitais sobre a taxa de crescimento econômico depende do grau de abertura das economias ao comércio internacional, desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, prática de políticas macroeconômicas consideradas sadias pela literatura convencional e estabilidade macroeconômica.

Como pode ser observado nas Tabelas 1 e 2 em Anexo, para todas as equações estimadas, não rejeitamos a hipótese nula de que as condições de momento utilizadas no estimador GMM são válidas (*Sargan’s test*), assim como não rejeitamos a hipótese nula de que não existe correlação serial de segunda ordem (*Arellano-Bond test*). Ou seja, a especificação do modelo não foi rejeitada em nenhuma equação estimada.

Antes de comentar os resultados referentes às variáveis que testam a relação entre *Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico*, cabe chamar a atenção para algumas regularidades encontradas referentes às demais variáveis de controle: i) o coeficiente associado à variável Ln GDP, que é a taxa de crescimento do PIB real *per capita* defasada em um período, tem sinal positivo e o efeito dessa variável sobre a taxa de crescimento do PIB real *per capita* é estatisticamente significativo a 1% para todas as equações estimadas (Tabelas 1 e 2 em Anexo); ii) o coeficiente associado à variável *Inflação* tem sinal negativo e o efeito dessa variável sobre o crescimento do PIB real *per capita* é estatisticamente significativo a 1% para todas as equações estimadas (Tabelas 1 e 2 em Anexo); iii) o coeficiente associado à variável *Investimento*, que é a Formação Bruta de Capital Fixo como proporção do PIB, tem sinal positivo e o efeito dessa variável sobre o crescimento do PIB real *per capita* é estatisticamente significativo a 1% para todas as equações estimadas (Tabelas 1 e 2 em Anexo).

Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico

Os cálculos econométricos reportados nesta sub-seção (colunas A1 e A2 da Tabela 1 em anexo) testam a hipótese de que a liberalização da conta de capitais estimula o crescimento econômico. O sinal esperado para os coeficientes associados às variáveis *GPCF* e *CaOPEN*, nas colunas A1 e A2, respectivamente, de acordo com a teoria convencional, é positivo, o que significaria que a liberalização da conta de capitais estimula o crescimento econômico. No entanto, como pode ser observado na coluna A1 da Tabela 1 em Anexo, o coeficiente associado a *GPCF* tem sinal negativo e o efeito dessa variável sobre o crescimento do PIB real *per capita* é estatisticamente significativo a 1%. Como observado na coluna A2 da Tabela 1 em Anexo, o coeficiente associado a *CaOPEN* tem sinal negativo e o efeito dessa variável sobre o crescimento do PIB real *per capita* não é estatisticamente significativo. Portanto, de acordo com os resultados encontrados para essa amostra de países, período e metodologia econométrica utilizada, não se pode aceitar a hipótese de que a liberalização da conta de capitais estimula o crescimento econômico, *sugerindo*, ao contrário, um efeito adverso sobre a taxa de crescimento do PIB real *per capita*.

Liberalização da Conta de Capitais, Abertura Comercial e Crescimento Econômico

Os cálculos econométricos apresentados nesta sub-seção testam a hipótese de que o efeito da liberalização da conta de capitais sobre o crescimento econômico dependeria do grau de abertura dos países ao comércio internacional. Como exposto na seção 2, alguns autores argumentam que na presença de distorções em relação ao comércio internacional, a liberalização da conta de capitais pode ter efeitos adversos sobre o crescimento econômico, isso porque na presença de barreiras ao comércio os influxos de

capitais podem exacerbar a má alocação de capital entre setores intensivos em capital e setores intensivos em trabalho, levando a uma alocação ineficiente dos recursos externos.

Essa hipótese é testada, como em Carkovic e Levine (op. cit.), construindo variáveis de interação entre os indicadores de liberalização da conta de capitais e o indicador de abertura comercial (*GPCF x Comércio e CaOPEN x Comércio*), o que equivale a testar se à medida que a economia se torna mais aberta ao comércio internacional o efeito da liberalização da conta de capitais sobre o crescimento econômico é potencializado e, portanto, de acordo com a literatura convencional, espera-se que o sinal dos coeficientes associados a essas variáveis de interação sejam positivos e estatisticamente significativos. Os resultados são apresentados nas colunas B1 e B2 da Tabela 1 em Anexo.

Como pode ser observado na coluna B1 da Tabela 1 em Anexo, o coeficiente associado à variável interativa *GPCF x Comércio* tem sinal positivo, mas o efeito dessa variável sobre o crescimento do PIB real *per capita* não é estatisticamente significativo a 10%. Quanto à variável *CaOPEN x Comércio*, coluna B2 da Tabela 1 em Anexo, o sinal do coeficiente associado a ela é positivo e o efeito dessa variável sobre o crescimento do PIB real *per capita* é estatisticamente significativo a 5%. Desse modo, os resultados encontrados nos cálculos econométricos não são conclusivos, não permitindo rejeitar fortemente a hipótese de que o efeito da liberalização da conta de capitais sobre o crescimento econômico depende do grau de abertura das economias ao comércio internacional.

Liberalização da Conta de Capitais, Sistema Financeiro e Crescimento Econômico

O resultados apresentados nessa sub-seção testam a hipótese de que o efeito da liberalização da conta de capitais sobre o crescimento econômico depende do grau de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico. A idéia, exposta na seção 2, é de que a liberalização da conta de capitais na presença de um setor financeiro desenvolvido pode ter seus efeitos sobre o crescimento econômico potencializados, isso porque um sistema financeiro desenvolvido seria mais eficiente em converter recursos externos em investimentos produtivos e mais hábil para alocá-los nos projetos de investimento mais produtivos. Caso contrário, a liberalização da conta de capitais na presença de um sistema financeiro doméstico pouco desenvolvido pode exacerbar problemas decorrentes da existência de assimetrias de informação, levando a uma alocação ineficiente dos recursos externos e, desse modo, podendo ter efeito adverso sobre o crescimento econômico (BAILLIU, op. cit.).

Para testar essa hipótese - como em Carkovic e Levine (op. cit.) e Edison, Levine, Ricci, Sloek (op. cit.) - foram construídas variáveis de interação entre os indicadores de liberalização da conta de capitais e o indicador de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico (*GPCF x Crédito e CaOPEN x Crédito*), o que equivale a testar se à medida que aumenta o grau de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico o efeito da liberalização da conta de capitais sobre o crescimento econômico é potencializado e, portanto, de acordo com a literatura convencional, o sinal esperado para o coeficiente associado a essas variáveis de interação é positivo. Os resultados são apresentados nas colunas A1 e A2 da Tabela 2 em Anexo.

Como pode ser observados nas colunas A1 e A2 da Tabela 2 em Anexo, os coeficientes das variáveis de interação *GPCF x Crédito e CaOPEN x Crédito* apresentam sinais negativos e o efeito dessas variáveis sobre o crescimento do PIB real *per capita* é estatisticamente significativo a 5% e 1%, respectivamente, em desacordo com o que seria esperado pela literatura convencional. Portanto, os resultados dos cálculos econométricos não corroboram a hipótese de que o efeito da liberalização da conta de capitais sobre o crescimento econômico seja potencializado pelo desenvolvimento do sistema financeiro doméstico dos países.

Liberalização da Conta de Capitais, Política Macroeconômica e Crescimento Econômico

Eichengreen et alli (op. cit.) sugere como pré-requisito para potencializar os efeitos positivos da liberalização da conta de capitais sobre o crescimento econômico a prática de políticas macroeconômicas consideradas ‘sadias’. Para testar essa hipótese – como em Edison, Levine, Ricci, Sloek (op. cit.) - são construídas variáveis de interação entre os indicadores de liberalização da conta de capitais e a *proxy* para o tamanho do governo na economia (*GPCF x Governo* e *CaOPEN x Governo*). A idéia é que o aumento da participação do governo na economia, ao gerar distorções, tende a diminuir os possíveis efeitos positivos da liberalização da conta de capitais sobre o crescimento econômico e, portanto, o sinal esperado para os coeficientes associados a essas variáveis de interação é negativo. Os resultados são apresentados nas colunas B1 e B2 da Tabela 2 em Anexo.

Como pode ser observado na coluna B1 da Tabela 2 em Anexo, o coeficiente associado à variável interativa *GPCF x Governo* apresenta sinal positivo (o que é contraditório ao esperado pela literatura convencional) e o efeito dessa variável sobre o crescimento do PIB real *per capita* não é estatisticamente significativo. O coeficiente associado à variável *CaOPEN x Governo*, como pode ser observado na coluna B2 da Tabela 2 em Anexo, apresenta sinal negativo e o efeito dessa variável sobre o crescimento do PIB real *per capita* não é estatisticamente significativo. Desse modo, os resultados encontrados não corroboram a hipótese de que o efeito da liberalização da conta de capitais sobre o crescimento econômico dependa da prática de políticas macroeconômicas consideradas ‘sadias’ pela literatura convencional.

Liberalização da Conta de Capitais, Estabilidade Macroeconômica e Crescimento Econômico

Por fim, a última hipótese a ser testada é se o efeito da liberalização da conta de capitais sobre o crescimento econômico depende da estabilidade macroeconômica. Como em Edison, Levine, Ricci e Sloek (op. cit.), essa hipótese é testada construindo variáveis de interação entre os indicadores de liberalização da conta de capitais e a variável *Inflação, proxy* para estabilidade macroeconômica (*GPCF x Inflação* e *CaOPEN x Inflação*). A idéia é que o aumento da instabilidade macroeconômica tende a diminuir os potenciais benefícios da liberalização da conta de capitais e, portanto, o sinal esperado para o coeficiente associado a essas variáveis é negativo. Os resultados são apresentados nas colunas C1 e C2 da Tabela 2 em Anexo.

Como pode ser observado nas colunas C1 e C2 da Tabela 2 em Anexo, os coeficiente associados às variáveis de interação *GPCF x Inflação* e *CaOPEN x Inflação* têm sinal negativo, o que está de acordo ao esperado pela literatura convencional. No entanto, o efeito dessas variáveis sobre o crescimento do PIB real *per capita* não é estatisticamente significativo a 10% . Portanto, os resultados dos cálculos econométricos não corroboram a hipótese de que o efeito da liberalização da conta de capitais sobre o crescimento econômico dependa da estabilidade macroeconômica.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No âmbito da literatura convencional, do ponto de vista teórico, não obstante ter ficado clara a existência de opiniões divergentes quanto à relação entre *Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico*, cabendo destaque à abordagem crítica apresentada por Stiglitz (2000, 2003), o mais adequado seria afirmar que a visão predominante dentro desta literatura é de que seria necessário um conjunto de pré-requisitos a ser preenchido pelas economias domésticas para que os benefícios da liberalização da conta de capitais se concretizem.

Uma crítica a essa visão, apresentada de maneira bastante incipiente ao final da sub-seção 2.1, oferece hipóteses alternativas acerca da relação entre *Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico*. Nesta visão alternativa de inspiração (pós) Keynesiana, os agentes econômicos tomam decisões em um ambiente caracterizado por incerteza fundamental (um sistema não ergódico para usar a linguagem de Davidson), adotando um conjunto de ‘regras práticas’ em relação ao futuro (convenções).

Nessa perspectiva, a função do mercado financeiro é fornecer liquidez e não alocar capital de forma eficiente entre usos alternativos, de modo que não é razoável esperar, tanto no curto quanto no longo prazo, que a liberalização da conta de capitais estimule o crescimento econômico.

Se no âmbito teórico existem opiniões divergentes dentro da literatura convencional quanto aos potenciais benefícios resultantes da liberalização da conta de capitais, os trabalhos empíricos são ainda menos conclusivos. Não existem evidências empíricas suficientemente robustas para corroborarem a hipótese de que a liberalização da conta de capitais estimula o crescimento econômico, tanto nos países desenvolvidos quanto em desenvolvimento, e mesmo considerando que essa relação depende de um conjunto de pré-requisitos, como desenvolvimento institucional dos países, desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, grau de abertura das economias ao comércio internacional e prática de políticas econômicas consideradas ‘sadias’ pela literatura convencional.

Neste trabalho, fez-se uso do instrumental analítico utilizado pela literatura empírica que investiga a relação entre *Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico* para estudar a experiência da América Latina utilizando dados anuais para 16 países no período 1986-2000. Os cálculos econométricos apresentados na seção 4, em consonância com a falta de consenso verificada na literatura empírica, não corroboram a hipótese de que a liberalização da conta de capitais estimula o crescimento econômico. Os resultados para essa amostra de países, período, metodologia econométrica e indicadores utilizados como *proxies* para o grau de liberalização da conta de capitais dos países *sugerem* um efeito adverso da liberalização da conta de capitais sobre o crescimento do PIB real *per capita*. Em adição, foram testadas hipóteses para averiguar se a relação entre *Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico* depende do grau de abertura das economias ao comércio internacional, desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, prática de políticas econômicas consideradas ‘sadias’ pela literatura convencional e estabilidade macroeconômica. Os cálculos econométricos mostraram os seguintes resultados: i) os resultados não são conclusivos, não permitindo rejeitar a hipótese de que o efeito da liberalização da conta de capitais sobre o crescimento econômico depende do grau de abertura das economias ao comércio internacional; ii) os resultados não corroboram a hipótese de que a relação entre *Liberalização da Conta de Capitais e o Crescimento Econômico* depende do grau de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, prática de políticas econômicas consideradas sadias pela literatura convencional e estabilidade macroeconômica.

Segundo Rogoff (2002), economista chefe do FMI na ocasião, a intenção desta instituição em promover a liberalização da conta de capitais de seus países membros durante a década de 90 revelava uma preferência *à priori*, mais do que o resultado fundamentado do trabalho de pesquisa da instituição. Em estudo supra citado, elaborado no âmbito do FMI, Prasad e Rogoff et alli (op. cit., p. 37) questionam “why is it so difficult to find a strong and robust effect of financial integration on economic growth for developing countries, when the theoretical basis for this result is apparently so strong?” A resposta dos autores é resumida na seguinte frase: “Of course, the lack of a strong and robust effect of financial integration on economic growth does not necessarily imply that theories that make this connection are wrong. Financial Integration without a proper set of preconditions might lead to few growth benefits [...] (PRASAD e ROGOFF et alli, op. cit., p.37). Como foi visto na revisão da literatura empírica, e também nos resultados econométricos apresentados neste trabalho, estudos elaborados no âmbito do próprio FMI não dão sustentação empírica para a hipótese de benefícios advindos da liberalização da conta de capitais, bem como também não corroboram a hipótese levantada por Prasad e Rogoff et alli (também apresentada na revisão da literatura teórica), de que seria necessário um conjunto de condições a ser preenchido pelas economias domésticas para que os benefícios da liberalização da conta de capitais se concretizem. Isso justifica a apreciação crítica da literatura teórica feita na seção 2, ao deixar subjacente o questionamento de se são realmente robustas as teorias que estabelecem uma relação causal positiva da liberalização da conta de capitais para o crescimento econômico.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGÉNOR, Pierre-Richard. Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts. Washington, The World Bank, 2003.
- ALVES Jr., A.J., FERRARI FILHO, F., PAULA, L. F. The post Keynesian critique of conventional currency crisis models and Davidson's proposal to reform the international monetary System. *Journal of Post Keynesian Economics*, 22 (2), p.209-227, Inverno, 1999-2000.
- ARELLANO, M.; BOND, S. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies*, 58, 277-297, 1991.
- BAILLIU, J. N. Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries. Ottawa, Bank of Canada, Working Paper, 2000.
- BALTAGI, B. H. Econometric Analysis of Panel Data. England: John Wiley & Sons, 1995.
- BARRO R. J; MANKIW, N. G; SALA-I-MARTIN, X. Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth. *American Economic Review*, 85(1), pp 103–115, 1995.
- BLUNDELL, R et alli. Estimation in Dynamic Panel Data Models: Improving on the Performance of The Standard GMM Estimators. The Institute for Fiscal Studies, Working Paper 12, 2000.
- BOND, Stephen et alli. GMM Estimation of Empirical Growth Models. University of Oxford, Institute for Fiscal Studies, 2001.
- CARKOVIC, M.; LEVINE, R. Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth? University of Minnesota, 2002.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de et all. Controvérsias Recentes Sobre Controles de Capitais. Rio de Janeiro, IE-UFRJ, grupo moeda, 2003 (não publicado).
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Controles de Capitais: Uma Agenda de Pesquisa. Rio de Janeiro, IE-UFRJ, Grupo Moeda, Texto para Discussão, 2004.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de; SICSÚ, J. Teorias e Experiências de Controles do Fluxo de Capitais: Focando o Caso da Malásia. Rio de Janeiro, IE-UFRJ, Texto para Discussão, 2004.
- CHINN, Menzie e ITO, Hiro. Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence. NBER Working Paper #8967, 2002.
- CHINN, Menzie e ITO, Hiro. Notes on the Calculation of the Chinn-Ito Financial Openness Variable. Fevereiro de 2005. Disponível em http://web.pdx.edu/~ito/new_findev_long.pdf
- COOPER, R. N. Should Capital-Account Convertibility Be a World Objective? In: PETER, B. Kenen (ed). Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility. Princeton University, Department of Economics, Essays in international Finance n° 207, 1998 .
- DAVIDSON, P. Volatile Financial Markets and The Speculator. Paper Presented as The Economic Issues Lecture to the Royal Economic Society Annual Conference, Warwick, England, April 1998a.
- . The Case For Regulating International Capital Flows. Paper Presented at the Social Market Foundation Seminar on Regulation of Capital Movements, London, November 17, 1998b.
- . Financial Markets, Money and the Real World. Massachusetts: Edward Elgar, 2002.

----- . The Future of The International Financial System. Paper Presented at Conference on the Future of Economics at Cambridge University, September 18, 2003.

EATWELL, John. International Financial Liberalization: The Impact on World Development. New York: CEPA Working Paper n° 1, 1996.

EDISON, H. J.; KLEIN, M.W.; RICCI, L.; SLOEK, T. Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis. Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Working Paper 9100, 2002.

EDISON, H.J; LEVINE, R; RICCI, L. SLOK, T. International Financial Integration and Economic Growth. Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Working Paper 9164, 2002.

EICHENGREEN, B.; et alli. Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects. Washington, International Monetary Fund, Occasional Paper n° 172, 1998.

FISHER, Stanley. Capital Account Liberalization and the Role of the IMF. In: PETER, B. Kenen (ed). Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility. Princeton University, Department of Economics, Essays in international Finance n° 207, 1998.

INTERNATIONAL MONETARY FOUND. International Financial Statistics. CD-ROM, 2003.

KLEIN, M; OLIVEI G. Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth. Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7384, 1999.

McLEAN, B.; SHRESTHA, S. International Financial Liberalization and Economic Growth. Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper n° 3, 2002.

OBSTFELD, M. Risk-Taking, Global Diversification and Growth. American Economic Review, 84(5), p.1310-1329, 1994.

PRASAD, E.; ROGOFF, K. et alli. Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. International Monetary Found, 2003.

QUINN, D. The Correlates of Change in international Financial Regulation. American Political Science Review, vol. 91, n° 3, p. 531-551, 1997.

REISEN, H et al. Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth. International Finance 4:1, p.1-14, 2001.

RODRIK, D. Who Needs Capital-Account Convertibility? In: PETER, B. K. (ed). Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility. Princeton University, Department of Economics, Essays in International Finance n° 207, 1998.

ROGOFF, K. Managing the World Economy. *The Economist*, 03/08/2002.

SOTO, M. Capital Flows and Growth in Developing Countries: Recent Empirical Evidence. Paris, OECD Development Centre, Technical Papers n° 160, 2000.

STIGLITZ, J. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. Washington, World Bank, World Development vol. 28, n° 6, p. 1075-1086, 2000.

STIGLITZ, J. Globalization and Growth in Emerging Markets and the New Economy. Journal of Policy Modeling, v. 25, p. 505-524, 2003.

ANEXO

Tabela 1
Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico
 (Variável Dependente: Crescimento do PIB Real Per Capita)

Variáveis Explanatórias	A		B	
	A1	A2	B1	B2
Ln GDP	0,82966 (0,032)*	0,81073 (0,033)*	0,82238 (0,031)*	0,79722 (0,032)*
Inflação	-0,00001 (0,000)*	-0,00001 (0,000)*	-0,00001 (0,000)*	-0,00001 (0,000)*
Comércio	0,00606 (0,028)	0,01488 (0,029)	-0,00898 (0,030)	-0,021851 (0,030)
Governo	0,13267 (0,116)*	0,05215 (0,118)	0,12018 (0,115)	0,17074 (0,134)
Investimento	0,26183 (0,898)*	0,33138 (0,091)*	0,25969 (0,089)*	0,34625 (0,089)*
Crédito	-0,0156 (0,022)	-0,01129 (0,022)	-0,01481 (0,021)	-0,00744 (0,022)
GPCF	-0,02574 (0,005)*		-0,03675 (0,021)***	
CaOpen		-0,00400 (0,002)		-0,01549 (0,006)*
GPCF x Comércio			0,05151 (0,093)	
CaOPEN x Comércio				0,03013 (0,013)**
Sargan Test (valor-p)	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
Arell.-Bond Test (valor-p)	0,1785	0,1376	0,727	0,1624
Nº de Observações	208	208	208	208

Notas:

a: Constante não reportada presente em todas as regressões;

b: Todas as variáveis explanatórias estão em 1ª diferença;

c: Desvio-padrão de todas as variáveis explanatórias em parênteses;

d: *, **, ***, significativos a 1%, 5% e 10%, respectivamente;

Tabela 2
Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico
(Variável Dependente: Crescimento do PIB Real Per Capita)

Variáveis Explanatórias	A		B		C	
	A1	A2	B1	B2	C1	C2
Ln GDP	0,8641 (0,031)*	0,77784 (0,033)*	0,08254 (0,031)*	0,79866 (0,033)*	0,82195 (0,027)*	0,79169 (0,031)*
Inflação	-0,00001 (0,000)*	-0,00001 (0,000)*	-0,00001 (0,000)*	-0,00001 (0,000)*	-0,00001 (0,000)***	-0,00009 (0,000)*
Comércio	-0,00656 (0,027)	0,00759 (0,028)	-0,00066 (0,028)	0,00588 (0,028)	0,00051 (0,027)	0,00833 (0,027)
Governo	0,07311 (0,117)	0,06197 (0,117)	0,10055 (0,121)	0,02726 (0,117)	0,09889 (0,118)	-0,11261 (0,122)
Investimento	0,36083 (0,096)*	0,47205 (0,098)*	0,27229 (0,089)*	0,34246 (0,091)*	0,25717 (0,090)*	0,287789 (0,089)*
Crédito	0,00786 (0,024)	-0,02287 (0,022)	-0,01301 (0,022)	-0,00968 (0,022)	-0,01063 (0,022)	-0,00338 (0,021)
GPCF	0,05471 (0,034)		-0,05156 (0,050)		-0,02495 (0,005)*	
CaOpen		0,00006 (0,003)		-0,00124 (0,007)		-0,00336 (0,002)
GPCF x Crédito	-0,18388 (0,077)**					
CaOPEN x Crédito		-0,03552 (0,010)*				
GPCF x Governo			0,12276 (0,235)			
CaOPEN x Governo				-0,01869 (0,064)		
GPCF x Inflação					-0,00007 (0,001)	
CaOPEN x Inflação						-0,00004 (0,026)
Sargan Test (valor-p)	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
Arell.-Bond Test (valor-p)	0,1113	0,1682	0,2009	0,1410	0,2327	0,2547
Nº de Observações	208	208	208	208	208	208

Notas:

a: Constante não reportada presente em todas as regressões;

b: Todas as variáveis explanatórias estão em 1ª diferença;

c: Desvio-padrão de todas as variáveis explanatórias em parênteses;

d: *, **, ***, significativos a 1%, 5% e 10%, respectivamente;