

Liberalização financeira externa e crescimento em economias emergentes: uma estimativa com dados de painel (1990-2004)¹

Área 5 – Crescimento, desenvolvimento econômico e instituições
Cesar Rodrigues van der Laan², André Moreira Cunha³, Tiago Wickstrom Alves⁴

Resumo

A crise financeira mundial reacendeu o debate sobre os méritos da liberalização financeira externa e suas implicações sobre o crescimento, especialmente para países em desenvolvimento. O presente trabalho parte desse foco de pesquisa, procurando contribuir de duas formas: apresentando uma nova metodologia para a construção de um índice de liberalização financeira, com base na releitura dos dados do FMI (AREAER) utilizados pela ampla maioria dos trabalhos sobre o tema; e, a partir deste e de um índice de integração financeira, realizando testes econométricos com o intuito de avaliar a questão aplicada a um painel com as principais economias emergentes na América Latina e Leste Asiático no período recente (1990-2004). As simulações produzidas alinham-se à tese predominante na literatura sobre o assunto. Qual seja, de que a ligação entre liberalização financeira e crescimento econômico pode não ser tão forte quanto o suposto em teoria. Isso remete à necessidade de observação das demais variáveis determinantes do crescimento econômico.

Palavras-Chave: liberalização financeira, crescimento econômico, dados de painel

Abstract

The financial crisis has re-ignited the fierce debate about the merits of financial liberalization and its implications for growth, especially in the realm of the developing countries. In this paper, we focus on this line of research, contributing in two main ways. Firstly, presenting an alternative method to measure financial liberalization, based on the same IMF's annual report most studies use as source of data. Secondly, constructing a panel data model for a group of relevant emerging countries in Latin America and East Asia, including the new proxy in the attempt to test its effects on economic growth during the recent period (1990-2004). Results are in accordance with the prevalent thesis on the literature. I.e., that the link between financial liberalization and economic growth might not be as strong as supposed in theory. Consequently, other basic determinants must, instead, be observed to spur growth.

Keywords: financial liberalization; economic growth; panel data

JEL: O16, E44, F43

Introdução

No início dos anos 1990, a liberalização financeira externa passou a ser adotada pelas economias em desenvolvimento como um passo inevitável em direção à recuperação do impulso econômico, seguindo a nova institucionalização contemporânea de normas “aceitáveis” de política econômica (Arestis, Niskanen e Stein, 2005). Dada a expectativa de ganhos derivados de influxos de capitais, essa política passou a fazer parte do receituário a ser adotado por estas economias para a realização do *catch up* em direção ao nível de desenvolvimento verificado nas economias centrais. Em teoria, a globalização financeira deve facilitar a alocação eficiente do capital e promover a diversificação de risco global, benefícios que seriam mais expressivos para os países em desenvolvimento, caracterizados pela escassez de capital e excesso de força de trabalho.

Entretanto, os efeitos negativos de alcance global da atual crise financeira mundial reacenderam o interesse acerca dos resultados da liberalização financeira, dado que foram as ligações financeiras externas que serviram de canal para a turbulência financeira global, iniciada nos países centrais, alcançar o mundo em desenvolvimento. Muitas economias emergentes tiveram de lidar com ondas de influxos de capitais no início da década e recentemente passaram a experimentar um declínio profundo e até mesmo a inflexão desses influxos, com implicações deletérias imediatas sobre o nível de atividade econômica

1 As opiniões aqui expressas não coincidem, necessariamente, com a visão das instituições de origem dos autores.

2 Banco Central do Brasil. E-mail: cesarvdl@yahoo.com. Agradeço ao apoio financeiro da Capes para a realização de parte desta pesquisa.

3 PPGE-UFRGS e Pesquisador do CNPq. E-mail: andre.cunha@ufrgs.br.

4 Professor titular de Economia da UNISINOS. E-mail: wickstrom.alves@gmail.com.

nesses países (FMI, 2009). A liberalização financeira pode, na verdade, não estar promovendo um ‘crescimento gerenciável’, nos termos de Stiglitz *et al.* (2006). De fato, países em desenvolvimento têm apresentado um resultado de produto final mais volátil do que as economias avançadas, o que torna menores os potenciais ganhos de bem-estar derivados dessa diversificação de risco global, como a manutenção de um nível de consumo doméstico mais constante.

Ao mesmo tempo, a literatura empírica não foi capaz de identificar conclusivamente os benefícios teóricos derivados da integração financeira sobre o crescimento. Em particular, os diversos estudos *cross-country* utilizando dados macroeconômicos são menos conclusivos do que os estudos utilizando dados tanto no nível microeconômico das firmas ou de indústrias quanto da avaliação de eventos específicos tais como a liberalização pontual do mercado de ações, os quais tendem a detectar efeitos positivos sobre o crescimento pontual ou setorial de uma(s) firma(s) ou setor (veja, por exemplo, Forbes, 2004) – naturalmente dependendo da seleção amostral. Assim, mantém-se uma questão aberta se esses efeitos pontuais, se somados para a visão de conjunto de uma economia, são realmente capazes de adquirir escala e sensibilizar os dados de crescimento macroeconômico final.

Nesse contexto, o presente trabalho procura contribuir de duas formas: apresentando uma nova metodologia para a construção de um índice de liberalização financeira (ILF), com base na releitura dos dados do FMI (AREAER) utilizados pela ampla maioria dos trabalhos sobre o tema; e, a partir deste e de um índice de integração financeira (IIF), realizando testes econométricos com o intuito de avaliar a questão direcionada a um painel com as principais economias emergentes na América Latina e Leste Asiático no período recente anterior à recente crise (1990-2004). O restante do trabalho está estruturado da seguinte maneira. A seção 2 delinea a teoria em suporte à liberalização financeira, enquanto a seção 3 revisa a recente literatura empírica sobre o tema, como embasamento aos exercícios empíricos posteriores. Em seguida, dois índices são construídos para captar o processo de liberalização financeira e verificar seu impacto para um painel de economias emergentes. Dado que dentre os principais motivos para a falta de consenso nos resultados empíricos estão as diferentes metodologias para o cálculo da liberalização financeira, junto do tamanho e da heterogeneidade da amostra, busca-se apresentar um novo índice que espelhe de maneira mais precisa o processo dinâmico da liberalização financeira, ao lado de um indicador baseado no fluxo de capitais. Até onde é do nosso conhecimento, a metodologia aqui empregada é inédita, configurando-se, assim, em uma contribuição potencialmente original. Esse esforço empírico complementarará iniciativas prévias que tentaram entender as conexões entre liberalização financeira e performance macroeconômica. Conclusões são apresentadas ao final, seguidas dos anexos.

2. Aspectos teóricos sobre globalização financeira e desenvolvimento econômico: em busca de uma estrutura conceitual unificada

A literatura sobre liberalização financeira não possui uma estrutura teórica unificada. Há, inclusive, nichos teóricos dentro desse campo de economia internacional, como a literatura sobre crises monetárias, que se desenvolveram de forma autônoma às teorias prévias existentes. Partimos dos fundamentos da teoria neoclássica. Em tese, o *catch up* dos países em desenvolvimento em direção a um ritmo econômico mais acelerado dar-se-ia via influxos de capitais direcionados a investimentos adicionais numa economia antes isolada dos capitais internacionais, por conseguinte aumentando a taxa de acumulação de capital. Assim, mecanismos para o crescimento econômico e, portanto, desenvolvimento, são uma questão de aumento da poupança e do investimento doméstico. Dado o pressuposto padrão da teoria da determinação da taxa de juros, de que a taxa de juros internacional (r^*) é menor do que r , a abertura de uma economia em desenvolvimento (escassa de capital, por definição) levaria à superação do principal obstáculo ao desenvolvimento. Qual seja, o baixo nível relativo de formação de novo capital, preenchendo seu *gap* estrutural em poupança via *funding* externo.

Essa abordagem da restrição de capital constitui, portanto, a racionalidade para justificar as transferências maciças de capital dos países avançados aos em desenvolvimento. Isso implica que a dinâmica de investimento e crescimento de um país estaria associada ao impacto da liberalização via redução do custo de capital. Dessa forma, países experimentariam uma queda permanente em seus custos de capital, além de um aumento, ainda que temporário, na taxa de crescimento de seus estoques de capital e no PIB *per capita* (Henry, 2006, p.3). Isso é devido ao fato vital sobre a dinâmica de transição, durante

a qual deve haver um período de tempo em que o estoque de capital cresce mais rápido do que crescia antes ou após essa fase⁵. De acordo com o modelo de Solow, no *steady state* pré-liberalização, a taxa de capital em relação a trabalho efetivo ($k_{s.state}$) é constante, e o estoque de capital (K) cresce à taxa $n+g$. Já no *steady state* pós-liberalização, a taxa de capital em relação a trabalho efetivo ($k_{s.state}^*$) é também constante e o estoque de capital cresce novamente à taxa $n+g$. Entretanto, dado que $k_{s.state}^* > k_{s.state}$, segue que em algum ponto durante essas transição, a taxa de crescimento de K deve exceder $n+g$.

Por outro lado, o reconhecimento de que o modelo de crescimento básico não prevê a interferência de crises financeiras em sua estrutura – pressupondo que seus efeitos seriam negligenciáveis e, portanto, não relevantes para modelar –, gerou a necessidade de revisões teóricas *ad hoc* para manter a tese original da liberalização financeira, *vis-à-vis* a série de crises financeiras que atingiram os mercados financeiros mundiais desde os anos 1990 com efeitos deletérios sobre as economias em desenvolvimento. Adicionalmente, outra falha do modelo é que ele apenas considera fluxos de capitais em direção ao mundo em desenvolvimento, desconsiderando o sentido inverso. Esse acaba sendo um ponto crítico, já que os capitais não seguem o padrão prescrito pelo modelo neoclássico de fluírem dos países ricos para os pobres, onde a produtividade marginal do capital é relativamente mais alta, em busca da opção mais rentável – constituindo o próprio “paradoxo de Lucas” (veja Lucas, 1990; Obstfeld e Taylor, 2002).

Por sua vez, a facilitação de fluxos de saída de capitais não encontra, na verdade, embasamento teórico nos modelos de crescimento econômico. Entretanto, se esse mesmo país em desenvolvimento liberaliza os fluxos de saída de capitais, o nível de investimento poderia ser reduzido via *flight to quality*, reduzindo a poupança disponível e afetando negativamente o custo de capital, o investimento e o Produto⁶. Esse movimento pode impor um efeito *crowding out* contra aqueles benefícios esperados derivados dos influxos de capitais, no sentido de que os esperados impactos positivos associados dos influxos de capitais possam ser neutralizados por fluxos de saída de capitais. O resultado seria apenas um processo *revolving door*. Na América Latina, mesmo os influxos de investimentos estrangeiros diretos (IED) teriam apresentado *per se* um efeito *crowding out* sobre o investimento doméstico durante a reintegração financeira nos anos 1990 (Singh, 2002), o que implica que os influxos de capital não aumentaram o nível de investimento nessas economias.

Claramente, efeitos colaterais têm sido largamente identificados, especialmente pela escola da informação assimétrica (veja Stiglitz e Weiss, 1981). As próprias características dos fluxos de capitais em gerar crises financeiras, com presença de euforia, pânico e crises *a la* Kindleberger como aspectos relacionados a ciclos financeiros, têm aparecido como uma marca recorrente de um sistema dinâmico extremamente instável – os mesmos ciclos de *boom-and-bust* que Rodrik (1998) identificou como o padrão regular dos fluxos de capitais internacionais. Além disso, a alocação questionável de capital e posteriores perdas nos mercados de hipoteca *subprime*, da mesma forma, dificilmente suportam a hipótese da eficiência dos mercados.

Motivos para a falha da liberalização financeira em atingir seus objetivos podem ser hoje melhor compreendidos. Por um lado, alguns economistas teorizam a instabilidade financeira como a consequência de fundamentos ‘não-saudáveis’, apontando para falhas intrínsecas ao processo em implementação nos países em desenvolvimento, relativo a falhas na ordem ou na seqüência da abertura financeira ou na própria regulação financeira prudencial⁷. Alternativamente, as falhas de mercado intrínsecas e as próprias características dos mercados financeiros têm adquirido relevância, principalmente pela contribuição de Stiglitz. Temas relacionados a contágio, *moral hazard* e seleção adversa começaram a ser amplamente utilizados para caracterizar os fluxos de capitais, ora imprevisíveis, ora voláteis, que se movem ao redor do mundo tentando arbitrar ganhos dentre os diferentes retornos, sob a lógica *money chasing yield*. Assimetrias de informações, em sincronia com a incerteza nos mercados

5 Veja o modelo de Solow apresentado em: Robert Solow, ‘A contribution to the theory of economic growth’, Quarterly Journal of Economics 70 (February 1956): 65-94.

6 Veja Epstein (2005) para um livro registrando processos de *capital flight* em países em desenvolvimento.

7 Veja McKinnon (1993). Entretanto, o argumento envolvendo a ordem de liberalização financeira tem sido crescentemente desafiado. Há, de fato, alguma evidência robusta indicando que liberalização financeira em qualquer seqüência cria as mesmas dificuldades, associadas a um aumento visível na freqüência e severidade de crises financeiras independentemente de ordem ou seqüenciamento de implementação. Veja Arestis, Niskanke e Stein (2005).

financeiros levando os agentes a adotarem convenções *a la* Keynes, podem levar a comportamentos de manada e à instabilidade financeira, elevando o risco de crises. A ‘exuberância irracional’ *a la* Greenspan, usada para descrever bolhas de ativos nos mercados de ações, também tem seu papel sobre a instabilidade financeira, dada a excessiva capitalização dissociada de fundamentos econômicos. Para ser claro, crises têm ocorrido em países tanto com contas de capitais desreguladas ou não, mas há alguma evidência de que sua liberalização aumenta o risco de ocorrência de crises (veja, e.g., Rossi, 1999; Rancière *et al.*, 2006), e os custos quando “as coisas dão errado” (Edwards, 2007; Obstfeld e Taylor, 2002).

Como resultado, teve lugar uma revisão dos principais princípios teóricos a respeito, suportada por uma abordagem complementar baseada na eficiência econômica. O objetivo inicial foi identificar os canais microeconômicos através dos quais cada medida de liberalização financeira pudesse levar a uma melhor alocação de recursos projetando o crescimento econômico, em paralelo ao embasamento neoclássico. Assim, seus benefícios se dão através de uma série de canais diretos e indiretos, inter-relacionados, direcionados ao crescimento em países em desenvolvimento, frisando que benefícios indiretos podem ser mais importantes do que o canal direto de financiamento externo tradicional. As ligações diretas dar-se-iam através de quatro mecanismos de transmissão principais. Primeiro, com o aumento da oferta de fontes de captação de recursos, elevando a poupança doméstica. Isso pode ocorrer através, por exemplo, da disponibilização de linhas mais amplas de crédito à exportação pelos bancos comerciais e bancos de desenvolvimento, ou mesmo por meio da transferência de recursos de investidores institucionais estrangeiros. Tecnicamente, esse canal pode ser considerado como o aumento do crédito ou do *funding* disponível ao financiamento da atividade econômica interna – dado que, junto da poupança externa, existe o acesso a linhas de crédito que são meios de pagamento ampliados, registros contábeis nos balanços das instituições com carteira comercial.

Os novos influxos permitiriam o aumento do investimento nos países escassos de capital enquanto possibilitam um retorno maior para o capital disponível nos países abundantes em capital. Isso efetivamente reduziria a taxa *risk-free* nos países em desenvolvimento. Assim, ao aumentar as fontes de captação de recursos aos empresários, isso significa que se podem buscar linhas de crédito diretamente no sistema financeiro externo, bem como nos mercados de ações no exterior. Ao mesmo tempo, isso pode viabilizar, ainda, inversões em empreendimentos anteriormente inviáveis economicamente que dependiam apenas de *funding* interno – assumindo como válido o pressuposto teórico de que $r^* < r$. Certamente, esse canal beneficia a decisão de investimento, crucial para o resultado econômico.

O segundo canal direto, estreitamente relacionado com o primeiro, opera através da redução no custo do capital associada à melhor alocação global de riscos, dado que a liberalização dos mercados de ações permite a diversificação de riscos, por sua vez encorajando as firmas a realizarem mais investimento, com reflexos sobre o Produto final. Além disso, na medida em que os fluxos de capitais aumentam, os mercados de ações domésticos se tornam mais líquidos, o que pode reduzir ainda mais o prêmio de risco embutido nos preços negociados das ações, por conseguinte reduzindo o custo de aumento de capital para investimento. O terceiro canal de transmissão está relacionado com a transferência tecnológica e com o conhecimento gerencial. Economias integradas financeiramente parecem atrair uma fatia grande de influxos de IED, os quais carregam o potencial de gerar *spillovers* tecnológicos e servir como um condutor para a introdução de melhores práticas gerenciais. Os *spillovers* podem aumentar a produtividade agregada e, então, aumentar o crescimento econômico.

Finalmente, espera-se que a liberalização financeira externa melhore o funcionamento dos mercados financeiros e dos bancos domésticos, acelerando o crescimento. Esse poderia ser o resultado de influxos de portfólio aumentando a liquidez dos mercados de ações, associados a uma maior presença de bancos estrangeiros majorando a eficiência do sistema bancário doméstico, uma visão *supply-leading* acerca do papel do setor financeiro para o desenvolvimento econômico, como indicado previamente por McKinnon (1973), em oposição à abordagem *demand-following*. Os bancos estrangeiros tendem a facilitar o acesso de economias emergentes aos mercados financeiros internacionais, especialmente quando a tendência é de aprofundamento das relações econômicas internacionais⁸.

8 Veja Levine (2001) para uma abordagem *supply-leading* de finanças e crescimento.

Ao mesmo tempo, canais indiretos, i.e., não relacionados ao tamanho dos influxos de capitais *per se*, podem operar, primeiro, através da promoção da especialização. Como foi defendido inicialmente por Adam Smith na *Riqueza das Nações*, a especialização na produção pode aumentar a produtividade e crescimento, dado o melhor gerenciamento de risco e melhorias nas instituições e políticas macroeconômicas introduzidas em resposta a pressões competitivas. Naturalmente, mecanismos indiretos são de difícil quantificação prática, mas em princípio a idéia de uma estrutura produtiva altamente especializada, produzindo baixos níveis de volatilidade produtiva e, portanto, restringindo a volatilidade de consumo, é convincente. Entretanto, esse argumento pró-liberalização tem sido fortemente questionado com base em que a redução da exposição à volatilidade financeira não desencoraja os países de assumirem, da mesma forma, atividades de especialização geradoras de crescimento. Além disso, na medida em que os fluxos de capitais são muito mais caracterizados por assumirem um comportamento pró e não contracíclico, segue que eles não podem financiar o investimento doméstico em períodos de crises. Nesse caso, os fluxos de capitais agem muito mais como um fator *push* para a instabilidade financeira, isso quando não estão no centro da própria instabilidade. A parada brusca de influxos de capitais associados a um *capital flight* previamente à eleição do Presidente Lula em 2002 ilustra essa característica, da mesma forma que o contágio da crise *subprime* Norte-Americana no Brasil em 2008, revertendo fluxos e levando a corte de novos influxos externos.

De fato, efeitos colaterais sempre ameaçaram a efetiva operação da liberalização financeira através desses canais. Trabalhos empíricos falharam em capturar o dinamismo esperado. Por definição, a possibilidade de uma crise financeira atingir uma economia aberta aumenta com o maior volume de liquidez e as maiores conexões dentre os mercados financeiros desregulados. Para países em desenvolvimento, o cenário poderia ser ainda pior, dado que a incidência de crises financeiras poderia ser relativamente maior do que nas economias avançadas, *vis-à-vis* a ausência de moeda conversível durante crises financeiras. Davidson (2002), por exemplo, registra a ocorrência de mais de 100 crises monetárias durante os últimos 35 anos (na era pós-Bretton Woods), em oposição à redução de incidentes internacionais via controle dos fluxos de capitais durante o período prévio (Bordo e Eichengreen, 2002).

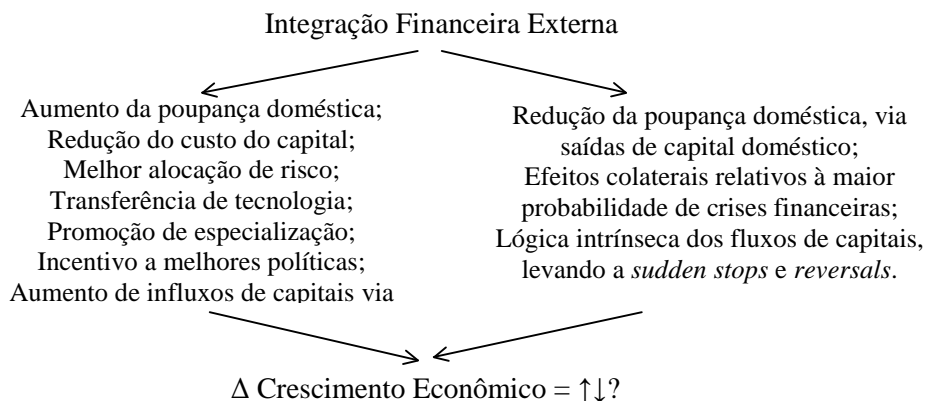
No passado recente, crises em mercados emergentes geralmente seguiram *sudden reversals* nos fluxos de capitais privados, relacionados ao comportamento mimético ou a problemas de contágio associados à grande escala das transações internacionais desreguladas (Unctad, 2004). Nesses países, esse cenário causaria altos custos sociais, associados com a maior instabilidade em termos de renda, emprego, salários reais, fluxos de capitais e termos cambiais de troca (Singh, 2002). Mesmo hoje, quando se considera que a probabilidade de ocorrência de crises financeiras mundiais é menor do que no passado, dado que países emergentes acumularam largas somas de moeda conversível e adotaram regimes cambiais flexíveis desencorajando ataques monetários, grandes desbalanceamentos dos fluxos de capitais são ainda uma característica dos mercados financeiros internacionais⁹. Ao mesmo tempo, a adoção de regimes cambiais flutuantes dentre as economias emergentes não chega a eliminar a especulação no mercado de moedas, de forma que não se elimina a presença da vulnerabilidade externa das economias não emissoras de moeda conversível. De fato, um regime flutuante, com desregulamentação dos fluxos maior do que a existente sob um regime fixo, pode estimular ainda mais a especulação financeira e imprimir considerável volatilidade sobre a taxa cambial, com efeitos deletérios sobre a economia real.

Essas considerações estão de acordo com o reconhecimento do Banco Mundial (World Bank, 2005) de que a liberalização não trouxe os benefícios esperados em termos de crescimento econômico. No mesmo sentido, Prasad *et al.* (2006), numa *survey* mais recente, concordaram que há ainda pouca evidência sobre os benefícios de crescimento econômico decorrentes da liberalização financeira. Como Eichengreen e Leblang (2003) resumem, a inconclusão dos estudos empíricos está relacionada ao fato de que o crescimento econômico é afetado por dois principais canais operando em direções reversas, com diferentes intensidades e em diferentes períodos de tempo em cada país. Isso pressupõe que a

9 Atualmente, uma nova crise financeira mundial pode, plausivelmente, ser o resultado do ajustamento do déficit em conta corrente Norte-Americano. Mesmo sustentado pelas reservas de países emergentes mantidas em títulos do Tesouro dos EUA, o quadro constitui um desequilíbrio inédito nas relações internacionais, teoricamente, um equilíbrio não-sustentável: mesmo que possa se sustentar por anos, uma vez revertido pode levar a outra crise financeira internacional, com efeitos recessivos sobre a economia real (Eichengreen, 2004).

performance macroeconômica captura os efeitos de aumento de eficiência e melhor alocação de recursos, *juntamente* com os custos relacionados com a maior vulnerabilidade a crises financeiras. Como resultado líquido, a integração financeira internacional pode, então, não levar ao crescimento econômico, dado que os fluxos de capitais podem ser marcadamente pró-cíclicos, algumas vezes exagerando os ciclos econômicos, quando não se encontram na raiz da própria flutuação (Stiglitz, 2000). Quanto maior o risco de instabilidade financeira, maiores os efeitos adversos não estimulando o investimento e o crescimento econômico¹⁰. Um canal adicional deve, então, ser delineado em paralelo aos anteriores, como segue:

Figura 1: Canais através dos quais a integração financeira pode afetar o crescimento econômico



Fonte: elaboração própria.

Dado que a recorrência de crises financeiras e bolhas especulativas em ações, títulos e nos mercados imobiliários pode ser considerada um fenômeno típico ou inerente ao sistema global de finanças liberalizadas, nas quais os choques são facilmente transmitidos através das fronteiras nacionais – e, portanto, são geralmente vistas nos mercados cambiais – e de um mercado a outro – mercados de capital e de crédito – resultando em fortes flutuações nos preços desses ativos e nas taxas cambiais, parece plausível assumir que o resultante crescimento econômico deve ser verificado *ex post* em cada caso específico, dado que não há garantia alguma de que o processo de abertura gere apenas efeitos positivos¹¹. Nesse contexto, e considerando todas demais abordagens teóricas, o que deve ser reconhecido é que nenhum desses fatores parece operar isolado dos demais: alguns tendem a ser mais pronunciados e influir sobre os demais, enquanto outros operam na oposição oposta. A conclusão é que efeitos líquidos decorrentes da liberalização financeira são contingentes e idiossincráticos a cada economia. Nesse sentido, devem ser examinados no caso concreto, confrontando-se efeitos positivos e negativos. Isso é feito na seção 4, após se ressaltarem alguns trabalhos empíricos recentes na seção seguinte.

3. Evidências empíricas recentes¹²

Se no campo teórico há divergências quanto aos efeitos potenciais resultantes da integração financeira internacional, a literatura empírica chega a ser menos conclusiva ainda. Dado o papel central da hipótese de liberalização financeira em programas de liberalização de conta de capitais que tiveram lugar no mundo em desenvolvimento mais firmemente a partir dos anos 1990, tem-se verificado a proliferação de exercícios econométricos testando os pressupostos teóricos. Esforços contínuos para discernir a relação positiva postulada entre liberalização financeira e crescimento começaram com uma abordagem *cross-section*. Em seguida, passou-se à estimação de equações de crescimento incluindo algumas *proxies* para testar integração financeira dentre as variáveis explicativas, com dados de painel. Os resultados têm sido similares em geral, evidenciando que não há suporte robusto para a hipótese da liberalização financeira.

10 Stiglitz identifica ao menos um canal principal para esse efeito colateral: ‘(...) Firms facing more highly volatile prices of inputs and outputs will demand a compensating risk premium – with an adverse effect on investment and growth’ (Stiglitz, 2003, p. 514).

11 Tal diagnóstico é baseado nos trabalhos de Keynes (1936) e Minsky (1986). De acordo com tal referência teórica, instabilidade financeira é uma característica intrínseca a economias capitalistas.

12 A literatura sobre liberalização financeira tem sido revista em vários trabalhos. Veja Obstfeld (2009), Henry (2006) e Prasad *et al.* (2006) para recentes *surveys*. Contentamo-nos com uma breve revisão.

Uma interpretação plausível aponta que essa dificuldade talvez esteja relacionada ao fato de que alguns dos principais efeitos positivos esperados não atuam através do canal de acumulação de capital, afetando diretamente o Produto final. Ao invés, globalização financeira parece ter o potencial de gerar uma série de benefícios colaterais que podem acirrar *indiretamente* a dinâmica do crescimento, o que significa não sensibilizar o Produto final. Ou seja, subentende-se que os derivados ganhos macroeconômicos não sejam totalmente evidentes no curto prazo, tornando as regressões *cross-country* infrutíferas nesse caso (Prasad *et al.*, 2006). Além disso, um grande ceticismo em relação a regressões *cross-country* é dividido por muitos investigadores, *vis-à-vis* a sensibilidade dos resultados ao conjunto de variáveis condicionais, como reconhecido pelos pesquisadores (e.g. Levine e Zervos, 1996; Henry, 2006). De fato, isso abriu caminho para um enfoque empírico sobre séries temporais, dado permitirem a identificação da ocorrência ou não de efeitos relevantes na seqüência dos dados macroeconômicos. Por exemplo, espera-se que transferências tecnológicas e melhorias institucionais associadas operem sobre o padrão de desenvolvimento, na direção do aumento do PIB. Caso as séries temporais não captem esse efeito, muitas hipóteses são cogitadas. Principalmente, pode estar ocorrendo um efeito *crowding out* no sistema, opondo saídas concomitantes a influxos de capitais, determinando o resultado final do PIB. Também os efeitos indiretos de melhoria da tecnologia e do ambiente institucional podem ser reduzidos, dado que indústrias intensivas em tecnologia podem operar numa dinâmica de *clusters* no mundo em desenvolvimento, o que implica num pequeno *spillover* dos novos processos tecnológicos e da expertise através do sistema econômico local.

A dificuldade empírica torna-se ainda maior quando se depara com o fato de que liberalização financeira parece não constituir uma condição suficiente para o desenvolvimento econômico, haja vista que uma relevante parte de países emergentes ainda gerencia suas contas de capitais através de regulações administrativas. China e Índia estão dentre os exemplos mais citados na literatura, economias que atingiram taxas elevadas de crescimento apesar de suas limitadas e seletivas liberalizações sobre as contas de capitais. Enquanto China se tornou substancialmente mais aberta a IED, o país não foi particularmente aberto a outros tipos de fluxos de capitais entre fronteiras. Mauritius e Botsuana também conseguiram atingir taxas robustas de crescimento durante o período 1980-2000, apesar de serem relativamente fechados a fluxos financeiros. Isso está relacionado ao fato de que restrições sobre os fluxos de capitais podem impor uma estrutura positiva nos países em desenvolvimento e evitar os efeitos colaterais da globalização financeira, como enfatizado na seção anterior. Enquanto isso, Jordânia e Peru, por exemplo, tornaram-se relativamente mais abertos a fluxos de capitais estrangeiros, mas suas economias não colheram um crescimento positivo do Produto nesse período (Prasad *et al.*, 2003).

Dentre os primeiros estudos *cross-countries*, o procedimento de estimação padrão testa se países com contas de capital aberta apresentam maiores taxas de crescimento a longo prazo do que países com contas de capitais fechadas. Um dos primeiros trabalhos mais recentes foi realizado por Alesina, Grilli e Milesi-Ferretti (1994), os quais consideraram a associação da abertura financeira com crescimento para uma amostra de vinte países industrializados para o período 1950-1990. Com base nos termos das informações oficiais dos países compiladas anualmente pelo FMI no *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER), eles capturaram a abertura pela razão de anos nos quais as transações da conta financeira e de capitais foram consideradas irrestritas. Eles encontraram que os efeitos de crescimento foram pequenos e não-significativos. Já Grilli e Milesi-Ferretti (1995) consideraram uma amostra maior *cross-section* de 61 países e uma sucessão de períodos de cinco anos e, da mesma forma, reportaram resultados negativos.

Certamente, o trabalho de Quinn (1997) tornou-se relevante como o primeiro estudo sistemático *cross-country* a reportar resultados positivos. Seu estudo é também notável pelo desenvolvimento de uma medida mais gradativa para captar a liberalização financeira. Com base nos relatórios do FMI, Quinn usa os componentes extraídos dos dados desagregados sobre restrições na conta financeira e de capitais também apresentados no sumário desses relatórios. Medindo a abertura financeira em uma escala de zero a oito, o autor acha uma associação positiva entre mudança na abertura financeira e crescimento. O estudo ainda sugere que evidências anteriores divergentes podem ser resultado da natureza das *proxies* utilizadas. Os resultados de Quinn, entretanto, têm sido questionados com base em que políticas de liberalização financeira podem ser endógenas, afetadas pelo nível de renda e taxa de crescimento em uma economia – o

que significa que os benefícios esperados da liberalização podem não ser tão fortes quanto o previsto inicialmente em teoria. Além disso, os resultados de Quinn podem constituir um *outlier* dentre os trabalhos mais citados que avaliam o impacto macroeconômico da liberalização usando regressões *cross-section* (Henry, 2006).

Rodrik (1998) é, da mesma forma, um dos autores mais citados. Utilizando uma amostra com quase cem países, ele constata que não há associação entre liberalização financeira externa e crescimento. Dado que o canal teórico da liberalização para o crescimento opera pela acumulação de capital, Rodrik ainda regrediu a taxa média da razão investimento/PIB com uma *proxy* para liberalização e, novamente, não encontra correlação significativa. Ele conclui que não há evidências sugerindo que países com menores constrangimentos sobre movimentações de capitais cresçam mais rápido ou invistam mais do que países com maiores restrições. Levine e Zervos (1996) também inferem que liberalização financeira não afeta o nível de investimento e crescimento. Por sua vez, Gallindo *et al.* (2007) usam dados microeconômicos de firmas de doze países em desenvolvimento para explorar o elo entre liberalização e eficiência de alocação de fundos de investimentos. Eles concluem que fundos tendem a ser alocados em firmas com maior retorno marginal de capitais num cenário mais liberalizado.

Para entender esses resultados contrastantes, deve-se considerar que o período temporal de análise coberto pelos diversos trabalhos pode explicar uma grande parcela dessa variação. Alguns estudos usam dados cobrindo o início dos anos 1950, enquanto outros se limitam a examinar o período pós-1986, por exemplo. Ao mesmo tempo, é árduo assumir com certeza se períodos de análise mais longos são mais apropriados para estudar o impacto da integração financeira sobre o crescimento. De fato, cobrindo os anos do período Bretton Woods parece não ser tão produtivo em termos de análise de resultados, dado que o início da integração começou nos anos 1970, principalmente no mundo avançado, e apenas a partir dos anos 1980 alcançou os países em desenvolvimento. Além disso, fluxos de capitais para países em desenvolvimento apenas ‘decolaram’ a partir dos anos 1990. A escolha do período amostral parece, então, ser relevante e influenciar as análises empíricas. Enquanto a cobertura amostral de Quinn começa em 1960, captando o impacto positivo dos chamados ‘anos dourados’ de crescimento do pós-II Guerra, aliada ao predomínio de países desenvolvidos, a amostra de Rodrik (1998) chega a resultados diametralmente opostos com dados a partir de 1975. Ou seja, apenas na era pós-Bretton Woods.

Edison, Levine, Ricci e Slok (2002) usam o método dos momentos generalizados e uma amostra de 57 países para o período 1980-2000. Eles adotam valores defasados de mudanças nas variáveis explicativas para controlar a endogeneidade potencial das variáveis – o que parece ocorrer entre integração financeira e crescimento. Ou seja, eles reconhecem a possibilidade de que qualquer associação observada entre integração financeira e crescimento pode resultar do fato de que economias com crescimento mais rápido são mais prováveis de liberalizarem seus fluxos de capitais. Os resultados, de qualquer forma, não conseguem rejeitar a hipótese nula de que integração financeira internacional não acelera o crescimento econômico, dado que eles não identificam uma associação estável entre as variáveis. Já Eichengreen e Leblang (2003) não encontram evidências de que liberalização financeira tenha impactado o crescimento após 1972 para um painel de 21 países cobrindo o período 1880-1997, e para um painel mais amplo para o período pós-1971, o mesmo empregado em outros estudos recentes.

No lado otimista do espectro, Bekaert *et al.* (2005) enfocam os efeitos da liberalização do mercado bursátil para canalizar o investimento, através de uma regressão de mínimos quadrados ordinários para um painel de 95 países entre 1980-1997. Suas estimativas foram positivas no sentido de que a liberalização financeira influencia o crescimento econômico futuro, mesmo que o efeito mais significativo ocorra apenas em países com instituições de qualidade. Como enfatizam, a resposta à questão “se a liberalização financeira afeta (e não *afetou*) o crescimento’ permanece difícil de responder definitivamente” (p.53). Henry (2006) descobriu evidências de que a abertura financeira leva os países a temporariamente investirem mais e a crescerem mais rápido, mesmo reconhecendo ser limitada a evidência acerca da correlação entre crescimento e abertura financeira dentre os países. Por sua vez, Gourinchas e Jeanne (2006) registram que, para o típico país não integrante da OCDE, ganhos de bem-estar derivados da passagem de completa autarquia para perfeita mobilidade de capital equivaleriam a um aumento permanente no consumo de aproximadamente 1% – aquém do esperado dessa política. Eles também mostram que os ganhos de bem-estar são negligenciáveis também com relação à produtividade

doméstica, dada a magnitude observada em alguns países nos anos recentes. Mesmo no caso de países que registraram grandes influxos de capitais, os ganhos derivados da integração financeira seriam relativamente modestos.

Talvez uma das conclusões mais impressionantes seja a alcançada por Carkovic e Levine (2002), ao analisarem os efeitos do IED sobre o crescimento. Usando um estimador GMM (*general method of moments*) e dados em painel para o período 1960-1997, além de controlar os efeitos simultâneos entre IED e crescimento, eles concluem que IED não apresenta efeito causal robusto sobre o crescimento e não exerce qualquer influência independente sobre o crescimento – o que surpreende pelo fato de Levine ser um dos principais expoentes da abordagem *supply-leading* sobre o elo finanças-crescimento. De fato, o estudo enfatiza muitos estudos no nível da firma que freqüentemente acharam nenhum *spillover* tecnológico partindo das firmas de capital estrangeiro para as firmas domésticas. Naturalmente, o estudo não deve ser interpretado como sugestivo de que capital estrangeiro seja irrelevante para o crescimento a longo prazo. Ao invés, sua análise reduz a confiança na crença que IED acelera o crescimento do PIB. Mishkin (2005), outro principal teorista do desenvolvimento financeiro como elemento-chave na promoção do crescimento econômico, também reconhece que geralmente isso não acontece: a globalização financeira geralmente leva a crises financeiras ‘devastadoras’, o que nem sempre encoraja o desenvolvimento. Mais recentemente, Edwards (2007), também defensor da liberalização financeira, ao avaliar os impactos da abertura financeira após 1970 para dados de vários países reconheceu que, uma vez iniciada uma crise, países com maior mobilidade de capitais são mais sujeitos a se defrontar com mais altos custos, em termos de declínio do crescimento.

Algumas *surveys* são relevantes mencionar. Edison *et al.* (2004) também documentam divergentes resultados na literatura. Em sua visão, isso estaria associado a diferentes amostras e períodos de tempo, à diversidade na construção das *proxies* usadas para capturar liberalização financeira, e ao fato de que alguns estudos considerem apenas alguns tipos específicos de fluxos, como IED ou portfólio. Isso dificulta a formação de conclusões mais sólidas sobre o tema. Eles tentam, então, conciliar tal literatura através de suas próprias estimativas, com dados de painel para 73 países entre 1976-1995. Expandindo uma regressão de crescimento econômico padrão com diferentes indicadores de liberalização financeira, seus resultados sugerem que os efeitos são mais pronunciados dentre os países do Leste Asiático. Todavia, a conclusão geral é que as conseqüências da liberalização financeira dentre os países em desenvolvimento não são claras, restando como um tópico para pesquisa futura (p.37).

Prasad *et al.* (2006) concluem que os principais benefícios decorrentes da globalização financeira são provavelmente indiretos, ao invés de proporcionar um maior acesso ao financiamento do investimento doméstico. Sua perspectiva difere do arcabouço neoclássico básico, que pressupõe que o benefício-chave decorre dos fluxos líquidos (de longo prazo) partindo das economias avançadas para as em desenvolvimento. Esse seria o motivo pelo qual a análise empírica geralmente não detecta benefícios de crescimento: a construção de instituições, a melhoria da disciplina de mercado, e o aprofundamento do setor financeiro leva tempo, da mesma forma que a sensibilização sobre a taxa de crescimento por estes canais. Entretanto, é difícil sustentar essa hipótese tão fortemente, dado que muitos estudos consideram dados de painel com relevantes conjuntos de países com longos horizontes de tempo, o suficiente para se verificar efeitos sobre o Produto. Além disso, eles reconhecem que em relação à volatilidade macroeconômica, não há evidência de que globalização financeira tenha cumprido o papel de mitigar riscos e reduzido a volatilidade da função consumo (p.20).

Previamente, uma *survey* de Eichengreen (2001) conclui que não havia vestígios empíricos suficientes para validar os principais teoremas convencionais esperados sobre o crescimento a partir da liberalização financeira. A síntese subsequente de Prasad *et al.* (2003) sugere que, no geral, a vasta literatura empírica ainda não consegue prover evidência robusta suficiente acerca da relação causal entre integração financeira e crescimento. Mais ainda, eles encontram que, dentre os países em desenvolvimento, a volatilidade do consumo relativa ao Produto parece ser positivamente associada com integração financeira, resultado oposto ao modelo teórico. Ao mesmo tempo, a regressão de um aumento no nível de abertura financeira contra a taxa de crescimento real do PIB *per capita* durante 1982-97, para uma amostra de países em desenvolvimento, mostra que essencialmente não há associação entre as variáveis, mesmo após controlar efeitos como renda inicial dos países, escolaridade, taxa de investimento

média, instabilidade política e posição geográfica. Sua principal conclusão sugere que integração financeira não constitui uma *conditio sine qua non* para acirrar o crescimento econômico. De fato, esse resultado não é unicamente derivado de uma escolha particular de período temporal ou amostra de países, mas é reflexo de uma amostra ampla sobre vários outros trabalhos de pesquisa anteriores.

Enfim, se analisados em conjunto, toda gama de trabalhos empíricos sistemáticos não parece encontrar uma associação positiva e robusta entre liberalização financeira e crescimento econômico, evidência que sugere um impacto relativamente pequeno a partir dessa política sobre o crescimento econômico.

4. Mensuração da liberalização financeira: alternativas metodológicas, dificuldades implícitas à construção dos indicadores empíricos e a releitura do AREAER

A tentativa de mensurar a liberalização financeira externa não é uma tarefa fácil. Como Obstfeld & Taylor (2004, p.28) pressupõem, a assunção de que o grau de mobilidade dos capitais ou a integração dos mercados financeiros mundiais pode ser capturado por um simples parâmetro é muito mais propriamente um desejo do pesquisador do que realmente uma realidade acadêmica. De fato, a mensuração da integração financeira dos mercados é um problema empírico, não existindo um critério reconhecido universalmente nesse campo de pesquisa. A dificuldade parte, portanto, já na própria definição e na mensuração dos dados. Kaminsky & Schmukler (2002) corroboram com essa idéia, afirmando que uma das áreas mais prolixas da pesquisa empírica no campo da economia internacional tem sido a da análise dos efeitos da liberalização financeira, dado que a informação sobre a evolução das regulações, captada pelas medições existentes, seria ainda muito limitada – praticamente reduzida à publicação anual do FMI (AREAER), até pela dificuldade inerente de obtenção desse tipo de dado de cada país para fins de comparação internacional.

De maneira geral, as abordagens dentre os programas de pesquisa fundamentam-se em critérios de quantidades, preços ou de restrições legais relacionadas aos fluxos de capitais, para a construção de *proxies* para a liberalização financeira. Todos possuem objeções. Por um lado, evidências quantitativas apresentam objeções quanto a sua capacidade de representar integração financeira, em particular devido ao fato de que alterações na estrutura econômica nos mercados podem induzir mudanças quantitativas sem qualquer modificação nos custos de transação (restrições aos fluxos de capitais) subjacentes à arbitragem, não modificando, portanto, o verdadeiro grau de integração de uma economia aos mercados internacionais. Ou seja, a variação quantitativa dos fluxos, para mais ou para menos, não necessariamente implica mudanças institucionais relativas à implementação de uma maior ou menor facilidade à movimentação dos capitais entre os países. Assim, economias podem se tornar mais ou menos integradas independentemente dos custos de transação (relativos a restrições sobre a livre movimentação de capitais). É essa a diferenciação entre abertura e integração financeira: enquanto o primeiro termo refere-se à variação no arcabouço regulatório dos fluxos de capitais, o último termo remete aos fluxos de capitais propriamente ditos, ainda que acabam sendo usados para se referir ao processo mais geral da liberalização financeira externa. São, portanto, dimensões distintas mas ao mesmo tempo complementares do chamado processo de globalização dos fluxos financeiros. Um índice *per se* não consegue captar as duas dimensões. Do mesmo modo, o tamanho dos fluxos seria um critério frágil ou falho por supor também que não existem barreiras institucionais à movimentação dos fluxos, ou pelo menos por não as considerar, assumindo-as estáticas. Torna-se, assim, o reflexo de apenas uma dimensão de um processo mais amplo.

Isso apontaria para a alternativa metodológica de utilizar um índice baseado em preço. Alguns autores sugerem examinar os diferenciais de preços entre economias como indicador do grau de integração externa. Para tanto, é preciso assumir hipóteses auxiliares como a tendência de os preços serem determinados pelos mesmos fatores e com os mesmos ‘pesos’ em diferentes economias. Entretanto, a igualdade de preços internacionais, como a suposta tendência de convergência dos juros domésticos nas economias emergentes em direção ao praticado igualmente hipoteticamente por todas economias avançadas, tende, todavia, a ser apenas uma mera probabilidade ou uma coincidência, não havendo nada que garanta essa hipótese (Obstfeld & Taylor, 2004). Ao mesmo tempo, igualdade de juros significa a inexistência de incentivo à mobilidade de capitais, de forma que nenhum fator de produção tende a se

mover nessas condições, por definição. Se isso se aplica para a decisão de investimento entre diversos setores em uma economia fechada, o mesmo faz mais sentido para uma economia aberta. Nesse sentido, a convergência de preços não seria um indicador adequado para integração financeira: é a divergência de preços, como pressuposto para a arbitragem e a mobilidade de capitais entre os mercados financeiros internacionais, a condição natural característica da arquitetura financeira global¹³. Além disso, é plenamente possível que todos os movimentos de preços sejam causados por mudanças estruturais no nível das economias domésticas sem correlação com os fluxos de capitais e a existência, ou não, de obstáculos à integração financeira externa. É bastante característica em sistemas de metas inflacionárias a definição exógena da taxa básica de juros por parte da autoridade monetária, o que afasta o pressuposto teórico de convergência internacional de juros. Assim, a análise da mobilidade de capitais com base em diferencial de juros acaba sendo um indicador limitado para captar um fenômeno que tem, por definição, uma origem política. A completa caracterização do fenômeno de integração financeira passa pela esfera da decisão política, o terceiro critério, justamente o mais amplamente utilizado no campo dos trabalhos empíricos.

Por conseguinte, a maior parte dos estudos tem utilizado uma medida qualitativa, baseada na existência ou não de regras restritivas sobre a mobilidade de capitais, nos termos dos relatórios do FMI, apresentando pequenas divergências em sua construção. Alguns trabalhos com objetivos ou objetos de pesquisa específicos optam por utilizar *proxies* relacionadas com o grau de abertura dos mercados de capitais. Uma prática tem sido usar dados compilados pelo *International Finance Corporation* e construir um índice com base nas restrições de compra de ações por não-residentes. A comparação com o total de ações disponíveis indica o grau de abertura do mercado local aos investidores estrangeiros, ao apontar a fração do mercado doméstico que investidores internacionais podem legalmente deter¹⁴. Já a maioria dos trabalhos utiliza uma medida baseada na existência ou não de regras restritivas à livre mobilidade de capitais, nos termos do resumo apresentado ao final do AREAER do FMI, ainda que com diferentes nuances. De fato, até 1996, o FMI publicava apenas a existência de restrições sobre o pagamento de transações na conta financeira e capital (onde os fluxos financeiros são registrados), constante na alínea “E2”. É apenas a partir de 1997 que a publicação oferece um desdobramento das restrições em onze subcategorias de restrições. Assim, criou-se inicialmente um índice dicotômico sobre restrições financeiras (0 ou 1), para espelhar a existência ou não de controles ao longo do tempo, independente de sua abrangência sobre os fluxos, evitando-se uma possível quebra estrutural na série.

Mas é Quinn (1997) quem vai construir uma medida mais detalhada para quantificar a intensidade da abertura financeira, que passa a ser adotada mais amplamente, também com base no próprio AREAER do FMI¹⁵. De sua parte, ele desenvolve uma medida gradativa para a liberalização financeira, mensurando a abertura financeira numa escala de 0 a 8, com base no tipo de controle de capitais para cada categoria de fluxo informado na publicação anual do FMI. De fato, a partir de 1997, o FMI começa a publicar um relatório mais completo, incluindo indicadores avaliando as restrições sobre a movimentação financeira em onze diferentes tipos de transações, dentre eles: títulos no mercado de capitais; instrumentos no mercado cambial; títulos de investimento coletivo; derivativos e outros instrumentos; créditos comerciais; créditos financeiros; garantias, avais e outras garantias; investimento direto; liquidação de investimento direto; transações no mercado imobiliário, e movimento de capitais particulares. Mesmo assim, tal indicador não permitiria a diferenciação entre as várias intensidades no grau de liberalização financeira externa. As variações na série temporal seriam o resultado de variações sobre a existência ou não de controles sobre esses fluxos, sem a capacidade de captar medidas liberalizantes sobre os fluxos, no caso de não abrangerem todas as restrições sobre determinada categoria de fluxos.

Todavia, essa mensuração da liberalização financeira tem sido criticada tanto nos termos do indicador original do FMI como nas modificações posteriores. Ainda que não se tenha apresentado uma alternativa viável para a construção desse índice, ocorre que indicadores baseados nesses termos apresentariam algumas limitações intrínsecas, especialmente relacionadas com sua capacidade superficial

13 Segundo Obstfeld & Taylor (2004), o uso de diferenciais de juros reais e desvios da paridade de juros foram alternativas muito pouco informativas sobre o grau de integração financeira dos países.

14 Vide Edison & Warnock (2003) e Bekaert *et al.* (2005).

15 Vide Eichengreen & Leblang (2002) para uma discussão sobre as limitações da utilização desses dados.

de prover informações quanto à qualidade das restrições sobre os fluxos de capitais, restringindo-se a diferenciar regimes com ou sem controles, sob uma ótica dualista. Em particular, nenhuma medida da intensidade do uso de restrições sobre os capitais, confiável e amplamente aceita, estaria disponível em nível internacional, e muitos estudos simplesmente restringir-se-iam a utilizar variáveis *dummy* para a presença ou não de restrições sobre os fluxos – no Brasil, o trabalho de Ono *et al.* (2005) inclui-se nesse rol¹⁶. Em tal contexto, Ariyoshi *et al.* (2000) entendem que os estudos econométricos e estatísticos apresentam muitas limitações. Particularmente, não existe uma medida que capte a intensidade sobre a regulação de capitais, confiáveis e amplamente aceita, disponível em nível internacional, o que limitaria muitos estudos a simplesmente utilizarem uma variável *dummy* para captar a presença ou não de restrições sobre a movimentação de capitais. Nesse caso, não se teria uma abordagem mais profunda acerca da especificidade de cada tipo de controles e sua efetividade. Ao contrário, o indicador genérico apenas mediria a intensidade ou a efetividade das muitas restrições específicas sobre capitais, que podem ser mais intensas sobre um tipo de capital do que outro, especialmente diferenciadas entre capitais de portfólio e IED (Prasad *et al.*, 2003). Por conseguinte, isso prejudica a confiabilidade das estimativas ao se compararem experiências internacionais nesses termos.

Por exemplo, com base no indicador construído sobre os dados do FMI, Chile, México e Brasil teriam estado sujeito ao mesmo grau de controle de capitais em 1992-94, enquanto na realidade, os três casos eram extremamente divergentes. Enquanto Chile aplicava restrições apenas sobre influxos de curto prazo e México praticava uma quase total mobilidade de capitais, Brasil gerenciava um complexo sistema de restrições (Edwards, 2001). Isso abre espaço para o questionamento de resultados derivados de uma modelagem econométrica nesses termos. De fato, um índice de liberalização financeira deve ser capaz de medir diferentes graus de abertura de uma economia, característica que varia no tempo e entre os países. A pequena frequência da fonte de dados também falharia em captar programas de controle temporário sobre fluxos de capitais, que podem ter um horizonte temporal menor do que um ano, diante de crises não tão prolongadas. Ao mesmo tempo, a integração financeira real de uma economia aos mercados internacionais não é geralmente observada nos estudos, que é melhor captada por uma medida quantitativa *de facto*. Alternativamente, no Brasil, seguiu-se a tradição metodológica inaugurada por Cardoso e Goldfajn (1998), os quais propuseram um índice *de jure* construído pela avaliação sobre cada medida normativa editada no período sob análise para compor o índice final. Basicamente, ao se coletar a legislação pertinente ao fluxo de capitais do País, com base nas normas editadas pelo BC, classificou-se cada normativo editado no período em liberalizante (que tem a intenção de incentivar a movimentação de capitais), restritivo (desincentivar) ou regulamentar (com efeito neutro sobre o fluxo), atribuindo-lhes as notas +1, -1 ou 0, respectivamente em cada caso – o indicador numérico final seria apenas o reflexo do somatório de todas as medidas editadas no período – justamente o que se quer avaliar. A dificuldade seria a ampliação da metodologia para um painel de países, dada a dificuldade inerente à consulta à legislação pertinente, não tendo sido, portanto, replicado em trabalhos com dados de painel.

A solução do impasse parece estar na releitura do compêndio anual do FMI. Ao invés de o pesquisador procurar a indicação da existência ou não de controles dentre as diversas categorias de fluxos de capitais, como apresentando no resumo ao final da publicação, propõe-se aqui a leitura das páginas prévias, onde se encontra a descrição das medidas implementadas em cada país sobre os fluxos de capitais. Ao se avaliar cada normativo implementado, pode-se construir um índice espelhando esses próprios normativos, montando um painel dinâmico que captura as reais medidas implementadas por cada economia. Seguindo aquela tradição de Cardoso & Goldfajn (1998), ainda que com algumas adaptações metodológicas, mas mantendo o sentido de apresentar uma alternativa mais detalhada do que os índices genéricos construídos com base nos relatórios do FMI, aqui cada mudança normativa é avaliada em seu caráter restritivo ou liberalizante, atribuindo-se um índice positivo múltiplo de 0,25, entre 0 e 2 para uma medida liberalizante, e entre 0 e -2, no caso de ser restritiva. Isso é feito para distinguir a abrangência ou a intensidade de cada medida sobre os fluxos de capitais efetivos, resultando num índice que capte essa peculiaridade. É a soma de cada medida implementada que passa a compor o próprio índice que vai

16 Ono *et al.* (2005) utilizam uma variável *dummy* para distinguir a presença de um regime liberal de fluxos de capitais ou não, com base nos dados do FMI. Eles consideraram a não existência de restrições sobre fluxos de capitais caso um país apresente restrições em até no máximo 4 subitens, e a existência de restrições em caso de 5 ou mais subitens.

espelhar o caráter liberalizante, ou não, das medidas legais implementadas em cada país. A maior riqueza de detalhes é clara, o que permite ao novo índice captar realmente o processo de mudanças na legislação sobre os fluxos de capitais externos, justamente o objetivo do índice. Ainda que uma solução muito mais trabalhosa para o pesquisador, por trabalhar com o dado micro, acreditamos que essa leitura complementar dos dados do AREAER seja a mais adequada, sobre cada medida implementada, permitindo a construção de um índice mais fidedigno ao real processo de mudança da legislação sobre os fluxos de capitais externos em cada país-membro do FMI. Variações conjunturais da legislação cambial durante os vários episódios de gestão das crises financeiras mundiais também são consideradas, na medida em que aparecem na descrição dos principais fatos envolvendo os fluxos externos.

Assim, por exemplo, o índice construído para o Brasil permite verificar a implementação de uma série de medidas singulares como segue, as quais não seriam identificadas pela metodologia anterior dos trabalhos¹⁷. Pela observação da alínea “E2” do AREAER, entre 1990 e 1996, por exemplo, seguindo o método anterior, o índice mostra a existência de restrições sobre os fluxos no país de forma contínua (*dummy* =1), mas sem espelhar as alterações que realmente foram implementadas no período. Qualquer inferência com base nesses dados torna-se, portanto, questionável, dado que se verificou, no período, uma flexibilização da entrada de investidores estrangeiros no mercado brasileiro com a modificação da Lei 4.131 e a autorização para operar nos mercados futuros e de opções em 1992. Também houve um nítido movimento de liberalização das possibilidades e condições de endividamento externo em 1992, dada a maior diversificação dos instrumentos de investimento de portfólio (*commercial papers* em 1990, *bônus e notes* e 1991), a ampliação das possibilidades de repasse interno, a regulamentação do lançamento de papéis em bolsas estrangeiras (*Depositary Receipts* – DRs, em 1992), a própria ampliação do mercado de ouro em 1993, sem o requerimento de intermediação do BC nas transações e, em 1999, a eliminação do teto na posição cambial dos bancos, que se tornou ilimitada. Ocorreu também a permissão para a livre aplicação interna dos recursos captados (Resolução 2.683/99), resultando na liberalização significativa dos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado doméstico e no mercado internacional de capitais. A poupança nacional também passou a ser disponibilizada além das fronteiras do país, além do mecanismo das CC5, através da aplicação nos Fundos de Investimento no Exterior (Fiex, Resolução BC 2.111/94). Esse mesmo tipo de leitura dinâmica (ao longo do tempo) também é feito para os demais países-membros, permitindo, portanto, a transformação das mudanças normativas em um indicador matemático desse dinamismo apresentado.

Adicionalmente, em paralelo a esse índice *de jure*, adotamos um índice *de facto* com base nos fluxos financeiros reais registrados no período, como *proxy* do processo de liberalização financeira externa. Seguimos a sugestão de Prasad *et al.* (2003) de trabalhar com indicadores quantitativos capazes de capturar a abertura financeira de fato e não somente a “de direito”, que se refere aos aspectos normativos. De fato, o grau real de integração financeira de um país com outros mercados não estaria espelhado na *proxy* das medidas *de jure* de cada país para avaliação de seus efeitos, o qual deve se basear em uma medida *de facto*¹⁸. Uma alternativa a essa medida seria usar a soma dos estoques brutos de ativos e obrigações externas como razão do PIB. Todavia, os erros de mensuração envolvidos na quantificação dos ativos estrangeiros, aliado com a introdução da Declaração de Ativos Estrangeiros no Brasil apenas a partir de 2003, não proporcionam dados suficientes e confiáveis para nossa investigação.

Os indicadores aqui propostos possuem características próprias e cada qual capta uma dimensão do processo de liberalização externa, avaliando fatos distintos sobre a economia, um denotando a legislação propriamente dita e o outro, os fluxos. O indicador IIF (*de facto*), baseado nos fluxos financeiros, não permite uma avaliação sobre a regulação dos capitais do país, mas proporciona uma caracterização direta dos fluxos financeiros independentemente do arcabouço legal editado pelas autoridades monetárias. Ambas abordagens complementam-se e por isso usamos os dois índices para avaliar tanto a abertura quanto a integração financeira externa do País, as quais, por definição, são conceitos distintos, ainda que complementares no processo de liberalização financeira.

17 Por uma questão de espaço, não apresentamos todas as medidas consideradas, as quais podem ser consultadas diretamente nas publicações do FMI.

18 Vide Prasad *et al.* (2006) para uma discussão mais detalhada entre indicadores *de facto* e *de jure*.

A própria natureza distinta das *proxies* imprime importantes conseqüências para a análise empírica, dado que os resultados baseados apenas em um ou outro podem levar a divergentes conclusões relacionadas ao processo de liberalização financeira. A princípio, um país pode ser legalmente aberto, mas não realmente integrado aos fluxos financeiros internacionais, ou vice-versa. Por exemplo, a economia chinesa pode ser considerada ainda como uma economia fechada, apesar de estar integrada aos fluxos financeiros globais, especialmente em termos de IED. Nesse caso, um índice quantitativo baseado nos fluxos reais demonstra que o país é muito mais integrado financeiramente do que um indicador baseado nos dados do FMI ou outra medida qualitativa possa sugerir. Ao mesmo tempo, algumas economias africanas, *inter alia*, são consideradas financeiramente abertas, mas simplesmente não estão integradas aos fluxos de capitais globais (Prasad *et al.*, 2003, 2006). Esse não é o caso do Brasil, dado que ambos índices captam o seu concomitante processo de abertura e de integração financeira, *pari passu* com os demais países emergentes desde os anos 1990. Em conjunto, a utilização de ambos permite uma visão mais ampla da realidade subjacente e, assim, uma análise mais rica acerca do processo de liberalização financeira externa¹⁹.

5. Modelagem econométrica: uma análise utilizando dados em painel (1990-2004)²⁰

A literatura revista na seção 3 anterior oferece um conjunto diversificado de resultados concernentes aos efeitos da liberalização financeira sobre o crescimento. Nessa seção, procuramos contribuir com estimativas adicionais para um conjunto de países emergentes, tomando como base os modelos de crescimento detalhados por Barro e Sala-i-Martin (1995). O objetivo desse exercício econométrico é observar a relação entre liberalização financeira externa e crescimento da renda *per capita*. Desta forma, não pretendemos reproduzir integralmente a metodologia adotada por Barro e Sala-i-Martin, mas apenas utilizá-la como o referencial teórico. Para tanto, incorporamos a liberalização financeira externa, em suas duas dimensões, como determinante para o crescimento do PIB *per capita*, fazendo uso do índice de liberalização financeira (ILF), construído com base na releitura do AREAER do FMI, além do índice de integração financeira (IIF), baseado nos fluxos financeiros.

O esforço empírico de análise de cada normativo editado levou à seleção de uma amostra com os principais países emergentes na América Latina e no Leste Asiático, para o período de 1990 a 2004, a partir da base de dados do Banco Mundial (*World Development Indicators*, 2007). A indisponibilidade de dados para o ano de 1989 impediu a inclusão desse ano na análise. Na seleção amostral, buscou-se preservar ao menos a representatividade de países emergentes mais relevantes no América Latina e Leste Asiático, para os quais a discussão acerca do grau de liberalização financeira mais se aplica. Cingapura e Índia não apresentaram dados uniformes suficientes para inclusão no modelo, constituindo outro principal empecilho à ampliação do escopo da análise. Ao final, a amostra foi composta por: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia e México; China, Coréia, Indonésia, Filipinas, Malásia e Tailândia.

A especificação básica de análise é representada como segue:

$$\Delta\text{PIB} = f(\text{CGOV}, \text{INV}, \text{POUP}, \text{ALFAB}, \text{EXPVID}, \text{ILF}, \text{IIF}, \text{TT})$$

Onde: ΔPIB = Crescimento do PIB; CGOV = Gastos de consumo final do Governo; INV = investimento; POUP = Poupança; ALFAB = Taxa de alfabetização (% da população adulta), buscando captar o chamado capital humano, juntamente com a expectativa de vida; EXPVID = Expectativa de vida, em anos, *proxy* para uma performance da sociedade, refletindo, por exemplo, as condições de saúde da população; ILF = Índice de liberalização financeira; IIF = Índice de integração financeira (% do PIB); TT = Taxa de termos de troca. A expectativa teórica é que ocorra uma relação direta entre essas variáveis e o crescimento do PIB.

Além disso, é possível que essas relações apresentem defasagem temporal e relações não lineares. Ou seja, é esperado que um crescimento do Investimento leve a um aumento do PIB, porém, que essa relação ocorra a taxas decrescentes. Assim, seria importante testar não linearidades nos modelos, da

19 Medidas *de jure* e *de facto* são ambas relevantes para captar os efeitos da integração financeira (Collins, 2007). Entretanto, o uso de apenas um ou outro indicador significa que os estudos estatísticos e econométricos apresentam uma série de limitações (Ariyoshi *et al.*, 2000).

20 As estimações foram feitas utilizando o *software* Eviews 6.0.

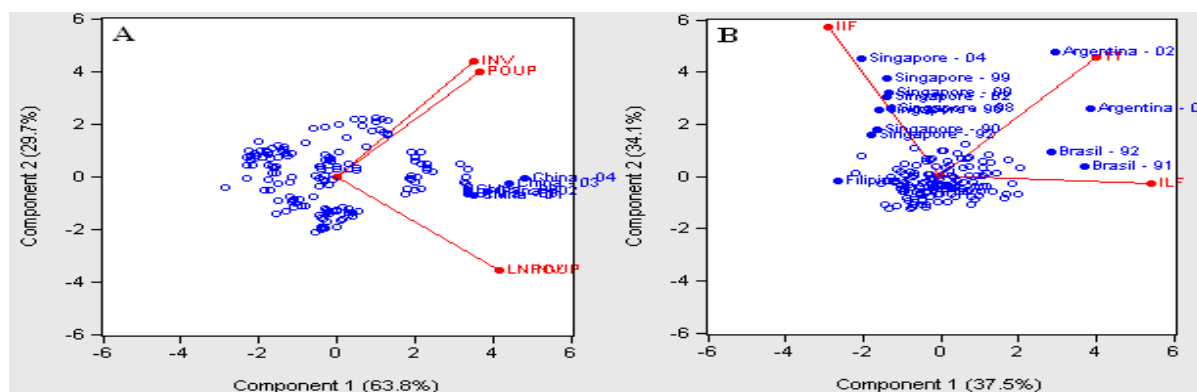
mesma forma que defasagens temporais. Antes da estimação dos modelos, é necessário ressaltar que os testes de raiz unitária Levin, Lin & Chu; Im, Pesaran & Shin “W-stat”; ADF–Fisher e PP–Fisher²¹ indicaram que as variáveis ALFAB e EXPVID possuem raiz unitária e que elas desaparecem quando transformadas em primeira diferença. As demais variáveis não possuem problemas de raiz unitária e podem ser estimadas na forma como estão apresentadas.

Outro aspecto relevante é que Poupança e Investimento possuem elevada correlação, tanto em nível quanto em logaritmo. O resultado é coerente com o fato de que a taxa de Investimento iguala a de Poupança no modelo neoclássico de uma economia fechada (Barro, 1997). No caso de economia aberta, centra-se o foco sobre a decisão de investimento doméstico que vai sensibilizar o Produto, independente do nível de poupança interna (Barro, 1997). As outras variáveis que possuem correlação acima de 0,5 são ALFAB e EXPVID, com 0,56 – até pela presença de raiz unitária em nível –, e IIF e LNPOUP. Outro grupo de correlações que chama a atenção são aquelas formadas pelas variáveis IIF, ILF e TT. Essas geram correlações simples insignificantes. Com essas informações, pode-se afirmar que poupança e investimento no mesmo modelo gera colinearidade, razão pela qual os modelos estimados não incluem a Poupança. Os índices IIF, ILF e TT são variáveis que, dada sua baixa correlação, podem ser inseridas na regressão²².

Outra forma de avaliar essas questões é construir um gráfico de cargas fatoriais onde se pode avaliar a ortogonalidade das variáveis, como o gráfico seguinte. Neste, pode-se verificar – na parte A – que o investimento e a poupança, em nível ou em logaritmos, formam ponto muito próximos, indicando elevada correlação entre eles. Os valores em logaritmo estão praticamente sobrepostos em função da sua elevada correlação (0,97). Verifica-se também que as variáveis IIF, ILF e TT são ortogonais, o que é confirmado pela baixa correlação entre elas (gráfico 1B). IIF e ILF podem, portanto, ambos estarem no modelo, corroborando o fato de captarem aspectos distintos do processo de liberalização financeira.

O Gráfico 1A permite, ainda, verificar que a China foi *outlier* em relação aos demais países no que se refere à composição da Poupança e Investimento, em todo o período de análise – refletindo um descolamento mais amplo entre as séries nesse país –, e o Brasil no que se refere aos índices IIF, ILF e TT, nos anos de 1991 e 1992 – quando a economia brasileira apresentou um movimento de ganho expressivo na relação de preços entre exportações e importações, e se implementou uma série ampla de medidas de cunho liberalizante dos fluxos de capitais, com reflexo na majoração do volume financeiro externo *de facto*.

Gráfico 1: Carga Fatorial Normalizada para as variáveis Inv, Poup, log do Inv e Poup e para os índices IIL, IIF e TT



Definida teoricamente a função geral, sua forma foi obtida através de duas modelagens. Pode-se estabelecer, em princípio, as seguintes relações:

Modelo 1: $LNPIB = f(DCGOV, LNINV, ALFAB, EXPVID, ILF, IIF, TT)$, onde:

LNPIB = Log natural do PIB *per capita* (USD constantes de 2000)

CGOV = Gastos de consumo final do Governo (% do PIB)

21 Para a especificação dos dois primeiros testes de raiz unitária com dados em painel, veja Levin, Lin e Chu (2002) e Im, Pesaran e Shin (2003). Para os dois últimos, Maddala e Wu (1999).

22 Por falta de espaço, omitimos a matriz de correlação entre as variáveis explicativas, que pode ser apresentada por demanda.

LNINV = Log natural do Investimento (formação bruta de capital fixo, em dólares constantes de 2000)

DALFAB = Taxa de alfabetização (% da população adulta), em primeira diferença

DEXPVID = Expectativa de vida, em anos, em primeira diferença

ILF = Índice de liberalização financeira

IIF = Índice de integração financeira (% do PIB)

TT = Taxa de termos de troca

Modelo 2: PIBCP = f(DCGOV, DINV, ALFAB, EXPVID, ILF, IIF, TT), onde:

PIBCP = Crescimento do PIB *per capita* (% ano)

DCGOV = Gastos de consumo final do Governo (crescimento % anual)

DINV = Investimento (crescimento anual da Formação bruta de capital fixo, em % do PIB)

DALFAB, DEXPVID, ILF, IIF, TT = definidos na forma exposta para o modelo anterior

O modelo 1 não apresentou resultados satisfatórios. Com exceção do investimento, todas as demais variáveis não foram significativas, inclusive as *proxies* testadas para a liberalização financeira. Além disso, houve problemas de heteroscedasticidade e de autocorrelação, indicando a presença de erros de especificação. Isso levou à avaliação do modelo 2. Esse segundo modelo foi estimado por efeitos fixos, uma vez que o teste de Hausman resultou em um χ^2 de 33,4144, com oito graus de liberdade, gerando uma probabilidade de 0,0001. Esse modelo foi inicialmente estimado como apresentado anteriormente e, após, fez-se a inclusão de defasagens e testes de não linearidade para os gastos do governo e para o investimento (modelo intermediário). Ao se retirar as variáveis redundantes do modelo, pelo teste do logaritmo de máximo verossimilhança ($LR = 2[lr - lir]$) – e testando a não linearidade do investimento para cada exclusão, obteve-se o modelo final. Os resultados dessas estimações encontram-se abaixo:

Tabela 1: Modelo PIBCP = f(DCGOV, DINV, ALFAB, EXPVID, ILF, IIF, TT)

Variáveis	β	Prob.	Variáveis	β	Prob.	Variáveis	β	Prob.
Modelo Inicial			Modelo intermediário			Modelo Final		
DCGOV	0.0153	0.6896	DCGOV	0.1559	0.0029	DCGOV	0.156596	0.0025
DINV	0.2551	0.0000	DCGOV^2	-0.0084	0.0000	DCGOV^2	-0.008216	0.0001
DALFAB	-0.0552	0.4715	DINV	0.2635	0.0000	DINV	0.260148	0.0000
DEXPVID	0.3002	0.0049	DINV(-1)	-0.0264	0.0860	DINV(-2)	0.039350	0.0051
IIF	-0.0273	0.2202	DINV(-2)	0.0416	0.0068	DINV^2	-0.000821	0.0997
ILF	-0.0431	0.4228	DALFAB	-0.0699	0.4397	DEXPVID	-0.564617	0.1109
TT	-15.944	0.1019	DEXPVID	-0.5881	0.1150	ILF	-0.104745	0.0329
C	47.027	0.0000	IIF	-0.0282	0.1890	C	2.260.248	0.0000
			ILF	-0.1165	0.0274			
			TT	-11.449	0.2632			
			C	44.768	0.0006			
R ² ajustado		0.861051			0.894826			0.895515
Akaike info criterion		4.208.320			4.002.981			3.946.986
Schwarz criterion		4.637.961			4.553.461			4.404.669
Durbin-Watson stat		2.232.098			2.305.349			2.069.293

Obs. A letra “D” acrescentada no início das variáveis indica que a série contempla a variação anual dos dados

No modelo inicial, com exceção do Investimento e da expectativa de vida, as demais variáveis não foram significativas – TT é marginalmente significativo. Isso pode estar relacionado a erros de especificação no modelo. Para corrigi-los, fez-se a regressão, denominada de intermediária, considerando a modelagem esperada em relação às variáveis. Sob essa modelagem, como esperado, o crescimento dos gastos de consumo final do Governo apresenta impacto positivo no crescimento do PIB. Este, porém, cresce a taxas decrescentes como pode ser observado pelo sinal do coeficiente desta variável quando elevada ao quadrado. Já o investimento exerce influência com defasagem de dois períodos, de forma cíclica, segundo os dados do modelo intermediário. Nesta regressão, não foi possível incluir o investimento com exponencial. Essa não possibilidade pode relacionar-se por terem se mantido na regressão variáveis não relevantes, como DALFAB, entre outras, que podem estar gerando erros de

especificação e distorcendo os planos da regressão – além disso, existe problema da relação entre $DINV(-1)$ e $DINV^2$, pois na última regressão não existem variáveis irrelevantes e $DINV(-1)$ não entrou.

É preciso destacar também que o modelo inicial apresentou problemas de heteroscedasticidade (p-valor = 0,000000), enquanto que os demais apresentaram um p-valor para o teste de White bem superior a 0,10, indicando que esses são modelos homoscedásticos. Já na regressão final ajustada, pode-se perceber que ocorreu uma melhoria nos critérios de Akaike e Schwarz, na estatística “d” de Durbin-Watson, e uma ampliação do coeficiente de determinação ajustado. No que se refere ao investimento, ao invés de se ter esta variável defasada em $t-1$, optou-se por $DINV^2$. A inclusão de ambas gerou valores que indicavam a não significância do $DINV(-1)$ e perda de poder explicativo do modelo. Assim, pode-se afirmar que o investimento, da mesma forma que o Gasto final do Governo, impacta o crescimento do PIB a taxas decrescentes, porém, mantém um resíduo positivo em até duas defasagens. Já a variável DEXPVID apresentou sinal negativo, ao contrário do esperado de uma variável representando as condições de saúde da população, *proxy* para a performance da sociedade. Entretanto, faz sentido quando se observa que a maior população naturalmente reduz o PIB *per capita* – ainda que de forma marginalmente significativa.

Quanto à questão central de pesquisa, verificou-se que a variável ILF é significativa, mas sob sinal negativo, para qualquer modelagem testada. Evidentemente o número reduzido de países e o período relativamente curto privam o trabalho de uma inferência mais robusta mas, de qualquer forma, os resultados alinham-se com o obtido anteriormente por Ono *et al.* (2004). Para uma amostra de 61 países entre 1986 e 1999, eles observaram um sinal negativo para o coeficiente que mede o efeito da liberalização financeira sobre o crescimento da renda *per capita*. O IIF, da mesma forma que no modelo 1, não apresentou significância. Para se ter certeza, testou-se ainda o modelo 2 em painel dinâmico por GMM (anexo 1). A estatística de Sargan gerou um p-valor de 0,43, o que valida a identificação dos instrumentos. Apenas o PIB defasado, o Investimento – as variáveis mais relevantes – e consumo de governo foram explicativos.

A interpretação desses resultados em conjunto é que o processo de abertura financeira, captado pelo ILF, não se associou à verificação de um ritmo de crescimento mais elevado. No limite, há indicação de um efeito negativo sobre o crescimento do PIB *per capita*, dependendo da especificação do modelo (tabela 1). Já a não significância do IIF nas especificações indica que a soma dos fluxos financeiros externos não apresentou ligação direta com o comportamento do crescimento. Uma inferência é que os fluxos da conta capital e financeira podem não estar sendo canalizados a atividades que sensibilizem diretamente o Produto final nessas economias. De fato, a indução ao crescimento derivada de influxos de capitais em alguns setores pode ser concomitante a efeitos *crowding out* decorrentes de saídas de capitais, por exemplo. Teoricamente, enquanto influxos de capitais podem ser relevantes para o crescimento, eles constituem apenas uma dimensão do processo de liberalização externa, e apenas um determinante do produto econômico. Nesse caso, vale observar a qualidade do fluxo de capitais. Como Kose, Prasad e Taylor (2009) sugeriram, países em desenvolvimento mais abertos apenas a determinados fluxos financeiros e, no geral, menos dependentes do capital estrangeiro e financiando o Investimento através da Poupança doméstica apresentaram, em média, melhor performance de crescimento no período recente.

Conclusão

Investigou-se a relação entre liberalização financeira e crescimento econômico. *Latu sensu*, não se identificou a liberalização financeira como um determinante significativo (e positivo) para o crescimento econômico para o painel de países emergentes considerado durante o período 1990-2004. Se, por um lado, é bem-vinda a queda de barreiras aos fluxos de capitais internacionais, por outro lado não se verificam, no período, avanços significativos em termos de crescimento econômico derivados dessa nova configuração financeira global. Como Rodrik (2007) habilmente nota, a abertura *per se* não é um mecanismo confiável para gerar um crescimento sustentável: ela pode contribuir, mas o resultado será contingente. Essa é a principal conclusão derivada da evidência empírica sobre os efeitos da liberalização, que aponta para uma fraca associação entre liberalização financeira e crescimento econômico.

De fato, muitos economistas alertam que a liberalização financeira externa pode levar à volatilidade e ao aumento de risco sem contribuir para o crescimento ou a estabilidade (Ocampo *et al.*, 2008). Nossos próprios exercícios econométricos sugerem que os ganhos derivados de uma política

liberalizante não são tão fortes quanto o esperado, suportando a visão cética no assunto – há, no máximo, uma associação negativa entre a taxa de crescimento do PIB e o índice de liberalização financeira (ILF) espelhando o processo de desregulamentação externa implementado dentre os principais países emergentes na América Latina e Leste Asiático no período recente (1990-2004). Ao mesmo tempo, há que se considerar que a própria relação de causalidade da liberalização sobre o crescimento não é clara, tendo sido assumida como hipótese *ad hoc* para os testes efetuados. Entretanto, a liberalização financeira pode ser consequência e não causa de crescimento, no sentido de que desempenhos econômicos mais favoráveis permitiriam avanços na maior liberalização dos fluxos financeiros externos, seguindo a lógica da hipótese da endogenia de Cardoso & Goldfajn (1998).

Além disso, a análise realizada na seção 5 também indicou uma rejeição da hipótese da relação entre a integração financeira externa e o crescimento da renda *per capita*. Isso aponta que é essencial considerar a política de integração financeira não apenas como um objetivo isolado, mas como parte de um pacote de medidas coordenadas de política macroeconômica, especialmente considerando sua relação e efeitos sobre os demais determinantes da equação de crescimento. Nesse contexto, no momento em que se discute uma nova regulamentação do sistema financeiro internacional, no sentido de redução de crises e perda de Produto econômico, certamente ganha espaço a regulação sistêmica ou macroprudencial desenhada para reduzir os distúrbios e a instabilidade sistêmica, diante da volatilidade dos fluxos de capitais como um condicionante exógeno das políticas domésticas em economias abertas.

Por fim, indicamos que novos esforços de construção do ILF para uma gama maior de países e abrangendo um período temporal mais amplo deve dar continuidade à essa linha de pesquisa, o que reforçará a análise preliminar aqui exposta.

Referências

- ALESINA, A.; GRILLI, V.; MILESI-FERRETTI, G. (1994). The Political Economy of Capital Controls, in **Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth**, L. Leiderman and A. Razin (eds.), Cambridge, New York and Melbourne: Cambridge University Press, 289-321.
- ARESTIS, P.; NISSANKE, M.; STEIN, H. (2005). Finance and development: institutional and policy alternatives to financial liberalization theory. **Eastern Economic Journal**, Vol. 31, No. 2, Spring 2005.
- ARIYOSHI, A.; HABERMEIER, K.; LAURENS, B.; ÖTKER, I.; KRILJENKO, C.; IVÁN, J.; KIRILENKO, A. (2000). **Capital controls: country experiences with their use and liberalization**. Washington, DC: IMF, 2000 (IMF Occasional Paper n.190).
- BANCO MUNDIAL (2007). **World Development Indicators**. Disponível em: <http://ddp-ext.worldbank.org/ext/DDPQQ/member.do?method=getMembers>. Acesso em: 08.06.2009
- BARRO, R. J.; SALA-I-MARTIN, X. (1995). **Economic Growth**. McGraw-Hill.
- BARRO, R. (1997). **Determinants of Economic Growth: a cross-country empirical study**. USA: The MIT Press, 1997
- BEKAERT, G.; HARVEY, C.; LUNDBLAD, C. (2005). Does financial liberalization spur growth? **Journal of Financial Economics**, vol. 77(1), pp. 3-55.
- BORDO, M.; EICHENGREEN, B. (2002). **Crises now and then: what lessons from the last era of globalization?** NBER, 2002. (NBER Working Paper 8716).
- CARDOSO, E. & GOLDFAJN, I. (1998). **Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls**. IMF Staff Papers, vol. 45, n.1, pp. 161-202, março.
- CARKOVIC, M.; LEVINE, R. (2002). **Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?** Univ of Minnesota Dept of Finance Working Paper.
- COLLINS, S. (2007). Comments on ‘Financial Globalization, Growth, and Volatility in Developing Countries’ by Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Kose. In **Globalization and Poverty**, ed. by Ann Harrison. University of Chicago Press, 2007.
- EDISON, H.; LEVINE, R.; RICCI, L.; SLOK, T. (2002). International Financial Integration and Economic Growth. **Journal of International Monetary and Finance**, Vol. 21, No. 6 (Nov), pp. 749–76.
- EDISON, H.; KLEIN, M.; RICCI, L.; SLOK, T. (2004). **Capital account liberalization and economic performance: survey and synthesis**. IMF Staff Papers, Vol. 51, No. 2. Washington: International Monetary Fund, 2004.

- EDISON, H.; WARNOCK, F. (2003). A simple measure of the intensity of capital controls. **Journal of Empirical Finance**, vol. 10(1-2), pp 81-103.
- EDWARDS, S. (2001). **Capital Mobility and performance: are emerging economies different?** National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, WP n° 8076.
- EDWARDS, S. (2007). **Capital controls, capital flow contractions, and macroeconomic vulnerability.** NBER Working Paper No. 12852. January, 2007.
- EICHENGREEN, B. (2001). Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us? **The World Bank Economic Review**, 16(3), 341-365
- EICHENGREEN, B. & LEBLANG, D. (2003). 'Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right?' **International Journal of Finance and Economics**, 8 (3): 205-24.
- EICHENGREEN, B. **Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods**, NBER Working Paper n. 10497. May, 2004.
- EPSTEIN, G. (2005). **Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries.** Northampton, MA: Edward Elgar, 343p, 2005.
- FORBES, K. **Capital controls: mud in the wheels of market discipline.** Cambridge: The MIT Press, 2004. (NBER Working Paper, n.10284).
- Fundo Monetário Internacional (2009). **World Economic Outlook: crisis and recovery.** April, 2009.
- GOURINCHAS, P.; JEANNE, O. (2006). The Elusive Gains from International Financial Integration. **Review of Economic Studies**, July 2006 - Vol. 73 Issue 3.
- GRILLI, V.; MILESI-FERRETI, G. (1995). Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls. **IMF Staff Papers**, 42(3), 517-551.
- HENRY, P. (2006). **Capital account liberalization: theory, evidences, and speculation.** NBER Working Paper 12.698. Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research. Nov, 2006.
- IM, K. So; PESARAN, M. H.; SHIN, Y. Testing for unit roots in heterogeneous panels **Journal of Econometrics**, v. 115, p. 53-74. July, 2003.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions – AREAER.** Washington, DC. Edições de 1990 a 2005.
- KEYNES, J.M. (1936). **The General Theory of Employment, Interest and Money.** London: Macmillan, 1936.
- KOSE, M.; PRASAD, E.; TAYLOR, A. (2009). **Thresholds in the process of International financial integration.** NBER Working Paper 14.916. April, 2009
- LEVIN, A.; LIN, C. F.; CHU, C. Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. **Journal of Econometrics**, v. 108, p. 1-24, May, 2002.
- LEVINE, R. (2001). International Financial Liberalization and Economic Growth. **Review of International Economics**, 9(4), 688-702.
- LEVINE, R.; ZERVOS, S. (1996). Stock market development and long-run growth. **World Bank Economic Review**, vol. 10, no. 2, pp. 323-39.
- LUCAS, R. (1990). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? **American Economic Review** 80, 92-96.
- MADDALA, G. S.; WU S. A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and a New Simple Test. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, v. 61, p. 631 – 652, 1999.
- MARQUES, L.D. (2000) Modelos Dinâmicos com Dados em Paineis: revisão de literatura. Disponível em <http://www.fep.up.pt/investigacao/workingpapers/wp100.PDF>. Acessado em: 19/04/2009.
- McKINNON, R. (1973). **Money and Capital in Economic Development.** Washington, D.C.: Brookings Institution, 1973.
- _____ (1993). **The Order of Financial Liberalization.** Baltimore: Johns Hopkins Press, 1993.
- MINSKY, H. **Stabilizing an Unstable Economy.** New Haven: Yale University Press, 1986.
- MISHKIN, F. (2005). **Is Financial Globalization Beneficial?** NBER Working Paper No. W11891.
- OBSTFELD, M. **International Finance in Developing Countries: what have we learned?** NBER Working Paper n. 14.691. Cambridge, MA. Feb, 2009.
- OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. **Globalization and capital markets.** NBER Working Paper Series. Working Paper 8846. Cambridge, MA: NBER. Março, 2002.

- OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. (2004). **Global capital markets: integration, crisis, and growth**. Cambridge (UK): Cambridge University Press.
- OCAMPO, J.; SPIEGEL, S.; STIGLITZ, J. (2008). Capital Market Liberalization and Development. In OCAMPO, J.; STIGLITZ, J. (eds.). **Capital Market Liberalization and Development**. New York, USA: Oxford University Press, 2008.
- ONO, F.; SILVA, G.; OREIRO, J.; PAULA, L. (2004) **Conversibilidade da conta de capitais e seus desdobramentos: evidências a partir da experiência recente da economia brasileira e mundial**. In: **Anais da VII Encontro de Economia da Região Sul**, p. 197 - 218.
- ONO, F.; SILVA, G.; OREIRO, J.; PAULA, L. (2005). **Conversibilidade da Conta de Capitais, Taxa de Juros e Crescimento Econômico: uma avaliação empírica da proposta de plena conversibilidade do real**. Revista Economia Contemporânea. Rio de Janeiro, 9(2): 231-261, mai-ago, 2005
- PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S.; KOSE, M. (2003). **Effects of financial globalization on development countries: some empirical evidence**, mimeo (www.imf.org).
- PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S.; KOSE, M. (2006). **Financial globalization: a reappraisal**. IMF Working Paper No. 06/189. Washington: International Monetary Fund, 2006.
- QUINN, D. (1997) The Correlates of Change in International Financial Regulations. **American Political Science Review**, 91 (3).
- RODRIK, D. (1998) **Who need Capital Account Convertibility?** Princeton Essays in International Finance, International Finance Section, Princeton University, n° 207.
- RODRIK, D. (2007). **One Economics, Many Recipes**. Globalization, Institutions, and Economic Growth. Oxfordshire, UK: Princeton University Press.
- SINGH, A. (2002). **Capital account liberalization, free long-term capital flows, financial crises and economic development**. Cambridge: ESRC Centre for Business Research, 2002. (Working Paper n.245).
- STIGLITZ, J. (2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability. **World Development**, Washington, v.28, n.6, p.1075-1086, 2000.
- _____ (2003). Globalization and growth in emerging markets and the new economy. **Journal of Policy Modeling**, v. 25, p. 505-524, 2003.
- STIGLITZ, J.; OCAMPO, J.; SPIEGEL, S.; FFRENCH_DAVIS, R.; NAYYAR, D. (2006). **Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization and Development**. New York: Oxford Uni Press, 2006.
- STIGLITZ, J.; WEISS, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. **American Economic Review** 71(3): 393-410, 1981.
- UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT – UNCTAD (2004). **Trade and Development Report 2004**. Geneve, 2004.
- WORLD BANK (2005). **Economic Growth in the 1990s: learning from a decade of reform**. Washington, DC: World Bank.

Anexo 1: Estimação do Modelo 2 em painel dinâmico por GMM

Dependent Variable: LNPIB
Method: Panel Generalized Method of Moments
Transformation: First Differences
Sample (adjusted): 1992 2004 Periods included: 13 Cross-sections included: 11
Total panel (unbalanced) observations: 128
White period instrument weighting matrix
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)
Instrument list: @DYN(PIBCP,-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNPIB(-1)	1.005122	0.025658	39.17350	0.0000
DCGOV	0.002955	0.001053	2.806043	0.0058
DCGOV^2	-9.28E-05	3.26E-05	-2.849008	0.0051
DINV	0.002675	0.000555	4.821464	0.0000
DINV^2	-3.89E-05	1.51E-05	-2.574872	0.0112

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)			
Mean dependent var	0.029571	S.D. dependent var	0.043826
S.E. of regression	0.028405	Sum squared resid	0.099245
J-statistic	5.917114	Instrument rank	11.000000