

# Integração Financeira e Reformas Institucionais

**Milton André Stella**

*Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUCRS), Brasil*

**Ronald Otto Hillbrecht**

*Programa de Pós-Graduação da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS),  
Brasil*

**Alexandre Alves Porsse**

*Universidade Federal do Paraná (UFPR), Brasil*

---

## Resumo

Este artigo busca analisar os impactos indiretos do processo de integração financeira, com destaque para seus efeitos sobre os incentivos a promoção de reformas institucionais nos países. O estudo busca testar se a abertura de capital, por representar um canal de punição às políticas mal avaliadas pelo mercado, pode estimular reformas institucionais que visem a ampliação da liberdade econômica, redução dos riscos políticos e relacionados às transações econômicas. Os resultados, para a amostra de 39 países utilizada, são evidências favoráveis a esta hipótese. O estudo também indica que o índice que captura a avaliação das instituições sofre transformação por até três períodos posteriores ao da abertura financeira.

*Palavras-chave:* Integração Financeira, Efeitos Colaterais, Reformas

*Classificação JEL:* F33, F43, F44

---

## Abstract

This article intends to analyze the collateral impacts of financial integration process, emphasizing its effects on the incentives to the promotion of countries institutional reforms. The study tests the hypothesis that capital account openness can stimulate institutional reforms to increase economic freedom and reduce the political and the economic transaction risks, given that it represents a channel for punishment to the adoption of policies considered not appropriate by the market. The result of our sample, with 39 developing and developed countries, are favorable evidences of this hypothesis. The study also indicates that the index capturing the institutions' quality has significant changes for three periods after the year the country is considered financially integrated.

---

## 1. Introdução

O processo marcante de integração financeira ocorrido nos últimos vinte anos tem estimulado uma nova onda de estudos sobre os impactos deste processo no desempenho econômico dos países. Historicamente, o debate se centrou na discussão entre a validade dos impactos defendidos pelo modelo neoclássico ou a visão diametralmente oposta de que a integração aumenta a probabilidade de ocorrência de crises financeiras. Busca-se verificar se a possibilidade de aumento do fluxo de capitais acelera as taxas de crescimento econômico dos países, principalmente os emergentes ou, se ao invés disso, observa-se um aumento das flutuações econômicas características das crises financeiras.

Ambas as posições são suportadas por estudos empíricos. No grupo dos autores que defendem os resultados do modelo neoclássico estão Quinn (1997), Fisher (1998), Obstfeld (1998), Rogoff (1999), Klein e Olivei (1999) e Summers (2000). Por outro lado, Rodrik (1998), Eichengreen (2001), Edison et alii (2004) argumentam que as evidências empíricas não confirmam a existência de correlação positiva entre integração financeira e a taxa de crescimento do país, pelo contrário, o que se observa são os custos deste processo materializados na forma de crises externas recorrentes.

Essas duas visões, aparentemente opostas, começam a ser questionadas por Kose et alii (2006) que argumentam que a contribuição da abertura da conta de capital pode trazer benefícios para o crescimento econômico de maneira indireta. Os benefícios deste processo não viriam pelos canais normalmente apresentados, como o aumento de recursos para financiamento de investimentos domésticos e redução do custo do capital (argumentos da eficiência alocativa que está na essência do modelo neoclássico), mas sim por canais indiretos que poderiam gerar efeitos positivos sobre o desempenho econômico dos países. A integração financeira poderia desencadear uma série de processos que estimulariam, num segundo momento, a aceleração das taxas de crescimento dos países.

Alguns destes benefícios colaterais potenciais seriam: o desenvolvimento do setor financeiro, imposição de disciplina na política macroeconômica, aumento da eficiência em função do acirramento da competição entre as empresas e melhores práticas do setor público. De certa forma, a integração financeira estimularia reformas e ajustamentos na condução de políticas econômicas sólidas.

A tese dos benefícios colaterais nos abre a possibilidade de reconciliar as visões distintas a respeito dos impactos da integração financeira. Poderiam ver coexistindo aumento da volatilidade da taxa de crescimento no curto prazo, e maior estabilidade e aceleração deste indicador a longo prazo, após as reformas pró-mercado serem implantadas. A questão é: por que os governos seriam compelidos a adotarem políticas econômicas sólidas? Porque a abertura do mercado financeiro oportuniza um canal pelo qual o mercado pode “punir” condutas que aumentem o risco de

---

\* Recebido em maio de 2011, aprovado em junho de 2012.

E-mail addresses: [milton.stella@puccs.br](mailto:milton.stella@puccs.br), [ottohill@ufrgs.br](mailto:ottohill@ufrgs.br), [porsse@ufpr.br](mailto:porsse@ufpr.br)

queda do retorno do seu capital. Ao se depararem com políticas como indisciplina fiscal, aumento da inflação, enfraquecimento dos direitos de propriedade, por exemplo, os agentes econômicos poderiam rapidamente remeter seus recursos para outros países. Nestas condições, o ingresso de capital que poderia, inicialmente, estimular a atividade econômica, conforme o modelo neoclássico, ao sofrer uma mudança radical de expectativas e sair do país de maneira brusca pode gerar uma crise financeira severa, com desvalorização cambial e desorganização da atividade produtiva, como defende Rodrik (1998).

A crise gerada pela fuga de capitais, por sua vez, pode servir de catalizador para reformas defendidas pelo mercado, que, por sua vez, a médio e longo prazo, podem voltar a atrair capitais e estimular a economia. As crises apontadas por Rodrik seriam os efeitos de curto prazo da integração financeira em países com baixa qualidade institucional e de condução da política econômica, mas se este custo for capaz de estimular reformas pró-mercado, a médio e longo prazo, estes países poderiam apresentar os resultados apontados pelo modelo neoclássico.

Esta visão de que crises podem gerar efeitos positivos de bem-estar é defendida em Drazen e Grilli (1990), Casella e Eichengreen (1994), Bartolini e Drazen (1996b,a), Velasco (1997) e Alesina et alii (2006). Todos corroboram a tese de que o aumento do custo da manutenção do *status quo* pode estimular reformas econômicas que geram resultados mais eficientes, conforme preconiza o modelo de *war of attrition* desenvolvido por Alesina e Drazen (1989).

A proposta deste estudo é analisar se a abertura financeira ocorrida num conjunto de 39 países selecionados entre as décadas de 80 e 90 provocou as reformas institucionais observadas nos dados do *Business Environment Risk Intelligence* (BERI).<sup>1</sup> A amostra considera países desenvolvidos e em desenvolvimento, mas organizados em cinco subgrupos que permitem uma análise mais segmentada dos efeitos deste processo. Ou seja, busca-se analisar se os efeitos da integração financeira foram iguais nos diferentes grupos de países ou se resultaram em incentivos distintos. Além disso, o artigo também analisa se o timing de ajustamento foi o mesmo nos diferentes países considerados e se os movimentos de um dos grupos podem influenciar o incentivo de reformas dos demais países.

Para tanto, o artigo está organizado da seguinte forma. Além desta Introdução, na Seção 2 apresentamos uma breve revisão da literatura acerca dos impactos indiretos da integração financeira. Na Seção 3 apresentamos uma descrição do banco de dados do BERI utilizado para capturar a qualidade institucional dos países no período analisado. A Seção 4 descreverá os países considerados na amostra. A Seção 5 apresentará o modelo econométrico utilizado para os testes empíricos e na Seção 6 faremos a análise dos resultados obtidos e possíveis extensões. Por fim, na Seção 7, apresentamos as Conclusões Finais.

---

<sup>1</sup> A BERI S.A. é uma empresa especializada em avaliação de risco e análise setoriais. Suas bases de dados podem ser adquiridas via internet no endereço [WWW.BERI.COM](http://WWW.BERI.COM).

## 2. Evolução Recente da Literatura acerca dos Impactos da Integração Financeira

A literatura recente acerca do tema aponta para uma mudança nos esforços de pesquisa visando estabelecer quais são os impactos da integração financeira sobre o desempenho das economias. Estes estão situados em duas grandes frentes. A primeira aponta para a importância dos efeitos indiretos da integração. A segunda indica que muitos estudos falham em encontrar relações positivas entre a abertura da conta de capital e o desempenho econômico porque buscam encontrar uma relação incondicional entre estas duas variáveis, enquanto que na prática essa relação é mais complexa.

No que se refere à primeira frente, ao buscar explicação para o aumento dos preços dos ativos nos países que promovem abertura financeira, Henry (2000) argumenta que a mudança de uma economia financeiramente fechada para outra com abertura da conta de capital, normalmente coincide com quatro reformas:

- (1) estabilização macroeconômica,
- (2) abertura comercial,
- (3) privatizações e
- (4) redução de controles de câmbio.

Algo semelhante é encontrado por Pires (2006), que observa uma alteração no comportamento da política fiscal brasileira a partir da intensificação da abertura financeira daquele país, tornando-a mais rígida. Kaminsky e Schmukler (2003) constatam que a abertura parcial do mercado financeiro ocorre anteriormente ao início de reformas institucionais, indicando que o processo de abertura financeira pode ser um indutor de reformas. Estas, por sua vez, podem acabar estimulando o crescimento econômico ao longo do tempo. Assim, a integração financeira estimularia o crescimento por canais indiretos. A análise segue argumento semelhante ao proposto por Krugman (2002), que defende que, a longo prazo, a integração tende a resolver os problemas que cria inicialmente, como, por exemplo, aumento da volatilidade da entrada e saída de recursos e oscilação do consumo. Martinez et alii (2004) argumentam que as crises são o preço que se paga para ter rápido crescimento.

A segunda frente, por sua vez, apresenta diversos estudos indicando que os efeitos da integração dos mercados financeiros são heterogêneos entre os diferentes países. Klein e Olivei (1999) e Edwards (2001) testam as hipóteses de que estes resultados podem ser afetados pelo nível de desenvolvimento institucional e grau de desenvolvimento nos estágios iniciais do processo de abertura, respectivamente. Os resultados confirmam que os efeitos positivos sobre as taxas de crescimento decorrentes da integração financeira só ocorrem nos países que possuem instituições apropriadas ou já estão inicialmente em um nível intermediário de desenvolvimento, medido pela renda *per capita*.

Bordo e Meissner (2007) encontram evidências favoráveis à mesma tese, utilizando dados entre 1880 e 1913. Para os autores, os ganhadores do processo de

integração foram os países com maior nível de credibilidade internacional e mercado financeiro desenvolvido. Calderón e Fuentes (2006) concluem em seu estudo de caso do Chile, que as altas taxas de crescimento chilenas têm forte relação com a sua estabilidade macroeconômica, qualidade institucional e abertura financeira.

Por fim, Kose et alii (2009) também encontram evidências favoráveis à hipótese de que os resultados da integração estão condicionados às condições iniciais presentes em cada país. Para eles, os principais fatores para potencializar os efeitos positivos são:

- (1) desenvolvimento do mercado financeiro (principalmente do mercado de crédito),
- (2) qualidade das instituições,
- (3) abertura comercial,
- (4) flexibilidade do mercado de trabalho, e
- (5) nível geral de desenvolvimento do país.

Essas duas frentes de pesquisa nos permitem levantar algumas questões interessantes. Os estudos descritos acima indicam que países mais estruturados nos estágios iniciais da integração tendem a colher os resultados mais positivos deste processo. Logo, seria recomendado que os países em desenvolvimento, principalmente, promovessem reformas institucionais, abertura comercial, alterações na legislação trabalhista, entre outros, antes de abrirem suas contas de capital. Por outro lado, os estudos que identificam os efeitos indiretos da integração apontam para a aceleração de reformas a partir do início do processo de abertura da conta de capital.

A análise acima nos indica dois caminhos com implicações distintas do ponto de vista de política econômica. Um recomendaria reformas antes do início da abertura financeira, e o outro sugere que a abertura poderia ocorrer mesmo antes destas reformas sugeridas, uma vez que elas acabariam sendo estimuladas naturalmente, respeitado um intervalo de tempo. O objetivo deste artigo é verificar qual destas visões encontra maior suporte empírico. A seguir, faremos a descrição da base dos dados institucionais utilizados nos testes.

### 3. Base de Dados

Um dos fatores determinantes para a análise proposta é a definição da variável que captura a mudança institucional. Para este fim, utilizamos um painel de dados entre 1980 e 2007 construído pelo BERI constituído por quatro medidas de risco que podem ser interpretadas como *proxy* da qualidade institucional dos países. O painel de dados compreende 53 países, dos quais utilizaremos 39, sendo 25 considerados emergentes ou em desenvolvimento pelos critérios do FMI.

Os quatro índices gerados merecem uma descrição mais detalhada, na medida em que esta base de dados não é corriqueiramente utilizada em estudos acadêmicos. São eles:

- (1) *Operations Risk Index* (ORI), composto por quinze critérios,

- (2) *Political Risk Index* (PRI), resultado da agregação de dez critérios,
- (3) *Remittance and Repatriation Fator* (R Factor), composto por quatro subíndices, e
- (4) um índice agregado incorporando os demais índices de forma ponderada (1/3 para cada).

A construção destes indicadores deriva das avaliações de aproximadamente 105 especialistas ao redor do mundo. A qualidade deste grupo de especialistas é fundamental para a credibilidade dos resultados. Este é constituído por executivos de grandes companhias, bancos, governos, e outras instituições que oferecem suas avaliações, todos com muita experiência internacional. Desta forma, temos um painel permanente em que toda a reposição de um dos seus membros é criteriosamente analisada e conduzida. A seguir, descrevemos em detalhes cada subíndice desta base de dados.

### 3.1. *Operations Risk Index (ORI)*

O objetivo do ORI é capturar o clima para o investimento de capital estrangeiro. São duas variáveis sendo medidas:

- (1) o grau de tratamento preferencial dado ao capital nacional e
- (2) a qualidade geral do clima para desenvolvimento de negócios, incluindo aí nível de burocracia e continuidade política.

Os critérios utilizados são os seguintes: continuidade política; atitude em relação aos investidores estrangeiros e seus lucros; grau de privatização; inflação; balanço de pagamentos; atrasos devidos à burocracia; crescimento econômico; conversibilidade da moeda; garantia de contratos; custos trabalhistas/produktividade; serviços profissionalizados; qualidade da comunicação e transporte; nível do gerenciamento local e parceiros; crédito de curto prazo; empréstimos de longo prazo e *venture capital*. Cada medida com uma ponderação específica que varia de 3,0 (continuidade política) a 0,5 (serviços profissionalizados).

Os países são classificados em quatro grupos, de acordo com o seu nível de segurança institucional. Os países com score entre 70 e 100, são classificados como “ambiente estável típico de países industrializados desenvolvidos”. Países com score entre 55 e 69 são classificados como de “risco moderado com complicações para as operações diárias”. Isso significa que normalmente a estrutura política é suficientemente estável para permitir as atividades econômicas consistentemente sem sérios riscos de rompimentos. Expansões econômicas geralmente oferecem oportunidades atrativas de lucro. Por sua vez, os países cujos scores estão entre 40 e 54 são classificados como de “alto risco para negócios de propriedade de estrangeiros”. Somente oportunidades de negócios especiais devem ser consideradas, ou seja, somente quando a oportunidade de lucros excepcionais ocorrerem devem ser consideradas. Por fim, países com scores entre 0 e 39 são considerados completamente impróprios para o direcionamento de capital estrangeiro.

### 3.2. *Political Risk Index (PRI)*

Este indicador considera somente as condições sociopolíticas de um país para quatro períodos distintos:

- (1) situação corrente,
- (2) próximo ano,
- (3) 5 anos adiante e 10 anos adiante.

Os especialistas atribuem nota a situação corrente para cada uma das oito variáveis consideradas “causais”. Após esta etapa, as outras duas variáveis consideradas (variáveis “sintomáticas”) também são graduadas. Esta etapa pode atribuir a nota máxima de 70 para o país considerado sem nenhum risco político. Os demais 30 pontos que podem colocar o país no grau máximo (100) são alocados discricionariamente entre as diferentes medidas de causa dependendo da existência de algo excepcionalmente positivo para um país específico.

As variáveis consideradas são: causas internas de risco político (grupo I): fracionamento do poder político; fracionamento do idioma, etnia ou religião e o poder de cada um destes grupos; medidas coercitivas requeridas para manter a ordem; mentalidade, incluindo xenofobia, nacionalismo, corrupção, nepotismo, etc.; condições sociais, incluindo densidade e distribuição de renda da população; e organização e força em apoio a governos radicais. Causas externas de risco político (grupo II): dependência ou importância de força hostil, e influência negativa de forças políticas regionais. Dois sintomas de risco político (grupo III): conflitos sociais envolvendo manifestações, greves e violência nas ruas; e instabilidade percebida por rompimentos não previstos na constituição, assassinatos e guerrilhas.

Países com escore entre 70 e 100 são classificados como estáveis e não se espera maiores perturbações no ambiente de negócios em função de distúrbios políticos. Escore entre 55 e 69 significa que há um baixo risco do atual governo promover mudanças significativas no ambiente de negócios, apesar de já ter havido algo deste tipo no passado, ou seja, são países de risco político moderado. Os países com escore entre 40 e 54 são classificados como de alto risco político e os de escore entre 0 e 40 de risco proibitivo.

### 3.3. *R Factor*

A proposta deste indicador é estimar a capacidade e o desejo de um país permitir que empresas privadas possam:

- (1) converter seu lucro e capital em moeda local para uma moeda estrangeira e transferir estes fundos, e
- (2) ter acesso a moeda estrangeira para importar componentes, equipamentos e matérias-primas.

O índice é construído a partir de quatro subíndices. O primeiro, com peso de 20% no total, chamado de *Legal Framework Subindex*, é baseado na avaliação dos aspectos legais do país no que se refere à possibilidade de remessa de capitais para o

exterior. O segundo, chamado de *Foreign Exchange Generation Subindex*, tem peso de 30% e decorre de uma avaliação do desempenho da Conta Corrente e da Conta de Capitais do Balanço de Pagamentos. A terceira parcela do *R Factor*, chamada de *Accumulated International Reserves Subindex*, tem peso de 30% no total e decorre da avaliação do número de meses de importação de bens e serviços que seriam pagos com o atual volume de reservas e uma relação entre o valor total da dívida externa pública e o volume total de reservas. Por fim, com 20% de peso, o *Foreign Debt assessment Subindex* incorpora no indicador uma medida da capacidade do país em honrar seus débitos com o resto do mundo (obrigações decorrente de empréstimos externos/direitos a receber em moeda estrangeira) e dívida pública externa dividida pelo PIB.

Em resumo, a base de dados utilizada nos permite obter ganhos em relação a outros estudos que buscaram analisar as relações entre integração econômica e instituições. Primeiro, estamos utilizando uma medida que combina indicadores diretos de instituições e outros considerados *proxy*, representando um avanço em relação a estudos que utilizam renda *per capita* com uma aproximação do componente institucional.

Em segundo lugar, a base permite trabalhar com um conceito amplo do que se denomina instituições. O PRI permite analisar mudanças sociopolíticas ocorridas no país, ou seja, incorpora valores sociais que podem ser considerados como instituições básicas do país. O ORI permite analisar as alterações no campo legal e de política econômica, com isso capturando os aspectos mais formais do que se denomina instituições, como garantias dos direitos de propriedade. Além disso, cada critério utilizado para construir estes índices também pode ser desagregado, permitindo uma análise profunda dos determinantes das alterações institucionais em cada país analisado.

Por fim, pode-se testar a hipótese de que a integração financeira tem impactos distintos nos diferentes grupos de instituições, quais sejam, instituições de ordem política e social, ou de ordem econômica e legal.

### 3.4. Demais Variáveis

As demais variáveis de controle utilizadas nos testes são: *dummy* para a determinação do ano em que a economia passou a ser classificada como integrada financeiramente (sendo zero, economia fechada e um aberta), obtida a partir de Bekaert et alii (2005).

Também foi construída uma medida do nível de integração financeira do país, nos moldes do que foi proposto em Alfaro et alii (2005). A medida definida como *Equity Flow* (EQFLOW) é o resultado do somatório das entradas e saídas dos IDE e Investimentos em Portfólio. Ou seja, é considerada uma medida do fluxo bruto de capitais em cada país. A opção pelo índice bruto se deve a noção de que para medir o nível de integração financeira de um país deve-se considerar tanto as entradas quanto as saídas de recursos e não somente o saldo destes movimentos,

como discutido em Kose et alii (2006).

Por fim, construímos a variável INST\_R para capturar os efeitos cruzados das alterações no indicador institucional. Esta variável é dada pela diferença entre o valor do indicador institucional em um dos membros de cada subgrupo de países (estes são apresentados na Seção 4) e o valor médio deste indicador considerando os demais membros deste mesmo subgrupo.

#### 4. Países Analisados

Por uma questão de disponibilidade de dados, a análise compreenderá 39 países dos 53 disponíveis. Os países foram classificados em cinco grupos distintos para permitir uma segregação maior da análise desenvolvida. Os grupos são:

- (1) países da América Latina,<sup>2</sup>
- (2) Ásia Emergente,<sup>3</sup>
- (3) G7,<sup>4</sup>
- (4) Outros Desenvolvidos<sup>5</sup> e
- (5) Outros em desenvolvimento.<sup>6</sup>

Para determinarmos os períodos em que cada uma das referidas economias passou a ser considerada sem restrições ao fluxo de capital utilizaremos os dados de Bekaert et alii (2005). Os autores consideram como critério para esta definição a data oficial em que investidores estrangeiros passam a ter o direito de investir recursos em ativos domésticos. Os autores baseiam sua análise em mais de 50 fontes diferentes de dados descritos detalhadamente em Bekaert e Harvey (2002) e Bekaert e Harvey (2000).

A Tabela 1 sintetiza os pontos críticos de alteração do grau de integração financeira dos países analisados.

Note que 25 dos 39 países considerados promoveram a abertura financeira no final da década de 80 ou início dos anos 90, assim possibilitando um número de observação bastante significativo do comportamento das variáveis antes da mudança de regime, qual seja, de uma economia fechada para uma aberta ao fluxo de capitais. Sob este aspecto, perde-se um pouco de informação na análise do comportamento das economias desenvolvidas, principalmente do G7, na medida em que já haviam promovido a abertura das suas economias para o fluxo de capitais antes de 1980 e, portanto, não capturamos o momento exato em que ocorre essa mudança.

<sup>2</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru e Venezuela.

<sup>3</sup> Indonésia, Coréia do Sul, Malásia, Filipinas, Singapura e Tailândia.

<sup>4</sup> Alemanha, Canadá, França, Itália, Estados Unidos, Japão e Reino Unido.

<sup>5</sup> Austrália, Áustria, Finlândia, Grécia, Irlanda, Israel, Holanda, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia e Suíça.

<sup>6</sup> Egito, Marrocos, Paquistão, Arábia Saudita, África do Sul e Turquia.

Tabela 1

Integração Financeira nos Países da Amostra<sup>7</sup>

	País	Data oficial da abertura		País	Data oficial da abertura
1	África do Sul	1996	21	Indonésia	1989
2	Alemanha	1980	22	Irlanda	1980
3	Arábia Saudita	1999	23	Israel	1983
4	Argentina	1989	24	Itália	1980
5	Austrália	1980	25	Japão	1983
6	Áustria	1980	26	Malásia	1988
7	Brasil	1991	27	Marrocos	1988
8	Canada	1980	28	México	1989
9	Chile	1992	29	Noruega	1995
10	Colômbia	1991	30	Paquistão	1991
11	Coréia do Sul	1992	31	Peru	1992
12	Egito	1992	32	Portugal	1986
13	Equador	1994	33	Reino Unido	1980
14	Espanha	1985	34	Singapura	1980
15	EUA	1980	35	Suécia	1980
16	Filipinas	1991	36	Suíça	1980
17	Finlândia	1980	37	Tailândia	1987
18	França	1980	38	Turquia	1989
19	Grécia	1987	39	Venezuela	1990
20	Holanda	1980			

Fonte: Bekaert et alii (2005).

## 5. Análise Empírica

A análise empírica utilizará um modelo de dados de painel com coeficientes fixos nos moldes do aplicado em Alesina et alii (2006), para o período de 1980 a 2006. Esse modelo permite capturar diferenças entre os países através do termo constante, o qual é fixo por países e não para a amostra como um todo.

<sup>7</sup> Todos os países que promoveram integração financeira em 1980, ou antes deste período, receberam a mesma classificação.

$$INST_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 BEKAERT_{it} + \beta_3 INST\_R_{it} + u_{it}$$

$$u_{it} = \rho_1 u_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Sendo, conforme apresentado anteriormente: INST o indicador da qualidade institucional agregado, calculado pelo BERI. BEKAERT uma *dummy* com valor zero para o período em que a economia é dita fechada ao fluxo de capitais e valor um quando aberta, de acordo com Bekaert et alii (2005) e sintetizado na Tabela 1. INST\_R variável capturando os efeitos cruzados da variação do indicador institucional de um país sobre os demais pertencentes ao mesmo grupo. O modelo controla a existência de autocorrelação dos resíduos.

Pela análise descrita nas seções anteriores, os resultados esperados são:

(1) relação positiva entre BEKAERT e a variação institucional.

Esperamos que uma vez aberto o canal de “punição” para políticas contrárias às preconizadas pelo mercado (por exemplo, elevação da inflação e enfraquecimento dos direitos de propriedade), tenhamos movimentos no sentido de reformar as instituições, melhorando sua avaliação. Além disso, também esperamos observar relação positiva entre a variável INST\_R e variação do indicador institucional dos países. Acreditamos que havendo movimentos reformadores das instituições em outros grupos de países tenderemos a observar movimentos semelhantes internamente. Os países em média tendem a replicar políticas bem sucedidas em outras economias, principalmente semelhantes a ela.

Iniciamos a análise fazendo a regressão de toda a amostra de 39 países. Os resultados são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2  
Resultados da Regressão

Variáveis	Todos os países	América Latina	Emergentes da Ásia	G7	Outros desenvolvidos	Outros em desenvolvimento
C	13,1649***	-6,8313	31,3473***	5,2707	7,9223	42,1724***
BEKAERT	0,6667*	1,6369***	0,3063	1,7087*	-0,9408	0,4322
INST_R	0,7483***	0,8368***	0,4838***	1,0522***	1,0013***	0,0554
AR(1)	0,7730***	0,6914***	0,7291***	0,8920***	0,7867***	0,8456***
R <sup>2</sup> ajustado	0,982	0,8618	0,9826	0,9681	0,9722	0,9358
N	1,014	208	156	182	312	156
DW	1,813	1,4432	1,9065	1,5265	2,1151	2,0643

Modelos com efeitos fixos (*cross-section*) e correção para heterocedasticidade (*White cross-section*).

\* Significante a 10%. \*\* Significante a 5%. \*\*\* Significante a 1%.

A variável BEKAERT, que captura a relação entre a abertura financeira e as mudanças institucionais é significativamente diferente de zero a 10% de significância para a amostra inteira, indicando que existe uma correlação positiva, mesmo

que não muito forte, entre a abertura do país ao fluxo de capitais externo e a evolução observada no indicador de qualidade institucional. Entretanto, quando analisamos os testes para os subgrupos da amostra, observamos que esta relação se mantém significativa somente para dois dos cinco grupos analisados, o G7 e América Latina. No primeiro grupo, essa relação ocorre a 10% de significância e no segundo a 1% de significância. Isso revela uma certa instabilidade nos resultados. Em parte ele confirma a hipótese de que o impacto da abertura financeira sobre a medida institucional deveria ser significativo nos países menos desenvolvidos. O resultado indica a ocorrência de impactos positivos da abertura sobre países menos desenvolvidos, enfraquecendo a hipótese de que o processo de integração financeira nos países em desenvolvimento simplesmente geraria crises financeiras.

É importante destacar que a literatura reconhece a possibilidade da existência de uma relação endógena entre taxa de crescimento econômico e integração financeira, por isso não se busca encontrar uma relação de causa e efeito, mas sim, sinais de correlação positiva entre as variáveis. Neste estudo, não relacionamos taxa de crescimento e integração financeira, mas sim, variação do indicador de qualidade institucional e integração financeira. Pela forma com que a variável INST é construída, tendo em um dos seus subíndices (*R-Factor*) um elemento que mensura a possibilidade de remeter capitais para o exterior, é de se imaginar que exista algum grau de endogeneidade entre estas duas variáveis. O único estudo que testa algo semelhante ao que estamos fazendo aqui é Kaminsky e Schmukler (2003). Neste estudo, os autores encontram evidências, para uma amostra de 18 países, de que os estágios iniciais da integração financeira ocorrem antes da evolução dos indicadores institucionais. Logo, provavelmente exista uma tendência de que a integração financeira cause mudanças nas instituições e não o oposto, mesmo que este processo se retroalimente ao longo do tempo.

A variável que apresenta os melhores resultados é a INST\_R, que captura os efeitos cruzados dentro de cada um dos diferentes grupos de países sobre seus indicadores institucionais. Observa-se que o movimento de evolução da qualidade institucional de um país em um bloco específico de países acaba influenciando o ímpeto reformador dos demais países que pertencem ao mesmo bloco. Ou seja, teríamos uma espécie de externalidade positiva entre os países pertencentes a um mesmo grupo. Quando um conjunto de países inicia processos de reformas que melhoram seus indicadores institucionais, outros países tendem a seguir este mesmo caminho. Este comportamento é observado para a amostra total, para os países da América Latina, Emergentes da Ásia, G7 e Outros Desenvolvidos, a 1% de significância. Os resultados não são significativos somente para o grupo Outros em desenvolvimento.

Uma possível explicação para este resultado é que este grupo não reúne países que pertencem a uma mesma região geográfica e talvez a proximidade dos países seja um elemento que facilite este efeito cruzado. Por esta lógica, não deveríamos ter encontrado relação significativamente diferente de zero para o grupo Outros Desenvolvidos. Entretanto, existe uma diferença importante entre estes dois grupos que é o nível de integração econômica entre os países considerados no grupo. O

grupo Outros Desenvolvidos acaba incluindo países que são muito mais dependentes economicamente uns dos outros do que o grupo Outros em desenvolvimento, e esta dependência também pode influenciar a capacidade de inter-relação das suas políticas. A importância da localização geográfica não foi testada explicitamente neste estudo, mas fica como um possível tópico para exploração no futuro.

A título de teste de robustez, estas mesmas hipóteses foram testadas substituindo-se a variável BEKAERT pela EQFLOW, e também com ambas as variáveis nas regressões. Estes testes foram feitos em função das variáveis BEKAERT e EQFLOW serem formas alternativas de se medir a abertura financeira dos países. A primeira seria o que se convencionou chamar de medida *de jure*, pois é baseada nas datas em que houve mudanças na regulamentação dos fluxos de capitais, já a segunda variável é chamada na literatura de uma medida *de fato*, pois é baseada nos fluxos reais de capital. Sendo assim, a inclusão das duas variáveis no modelo poderia gerar problemas de multicolinearidade. Os resultados alternativos são apresentados nos anexos A e B, respectivamente, e indicam que há um pequeno ganho de significância quando utiliza-se somente uma das medidas na regressão. A opção pela variável BEKAERT em detrimento da EQFLOW também se dá por critérios de significância. No geral, os resultados são confirmados nas três especificações.

Uma questão que pode estar enfraquecendo o resultado obtido entre as variáveis BEKAERT e INST é que, neste primeiro exercício, foram avaliadas relações contemporâneas – a capacidade das variações em  $t$  da primeira variável influenciar as variações em  $t$  da segunda, ou seja, se o país promove a abertura financeira em 1990, deveríamos observar variações significativamente diferentes já neste mesmo ano. As discussões teóricas apresentadas nas seções anteriores, no entanto, indicam que estas reformas podem ocorrer a médio prazo, e não ao mesmo tempo. Logo, os efeitos podem ser mais significativos com certa defasagem temporal.

Assim, estende-se o teste para capturar o comportamento da variação do indicador institucional nos anos subsequentes ao da abertura financeira. O objetivo é observar se o indicador se altera significativamente nos primeiros anos após a abertura ou se leva algum tempo de adaptação para que estas reformas ocorram. Além disso, buscou-se observar se este comportamento é homogêneo ou não entre os diferentes grupos de países.

Foi estimada a mesma equação utilizada anteriormente exceto pelo fato da variável BEKAERT ser defasada em  $k$  períodos, sendo que  $k$  assume valores entre 0 e 4. O coeficiente  $\beta_3$ , portanto, captura o efeito acumulado do comportamento da variável BEKAERT defasada até o período  $k$  sobre o indicador institucional.

$$\begin{aligned} INST_{it} &= \beta_1 i + \beta_2 BEKAERT_{it-k} + \beta_3 INST\_R_{it} + u_{it} \\ u_{it} &= \rho_1 u_{it-1} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

A opção por este número de defasagem tem como objetivo incorporar elementos do ciclo político dos países. Assim, temos um período suficientemente longo para que sejam capturados efeitos relativos a mudanças causadas por eleições. Aplicamos

este mesmo procedimento para a amostra completa, com 39 países, e para cada um dos subgrupos Analisados. A Tabela 3 sintetiza os resultados das regressões para a amostra completa e para cada um dos subgrupos analisados.

Tabela 3

Efeito Temporal da Abertura Financeira no Desenvolvimento Institucional

(Valor dos parâmetros da variável BEKAERT defasada em diferentes períodos)

Defasagem	Todos os países	América Latina	Emergentes da Ásia	G7	Outros desenvolvidos	Outros em desenvolvimento
0	0,6667*	1,6369***	0,7378	1,7087*	-0,9408	0,4322
1	0,6529*	0,7737	1,2349**	-1,1877	2,5918**	1,0411
2	1,2223***	1,1097*	0,6526	1,2031**	0,8763	-0,2794
3	0,3632	0,9780**	0,2027	-0,063	-0,055	0,3631
4	0,2238	0,1561	-1,0927	0,9078	-0,2776	-0,1361

Modelos com efeitos fixos (*cross-section*) e correção para heterocedasticidade (*White cross-section*).

\* Significante a 10%. \*\* Significante a 5%. \*\*\* Significante a 1%.

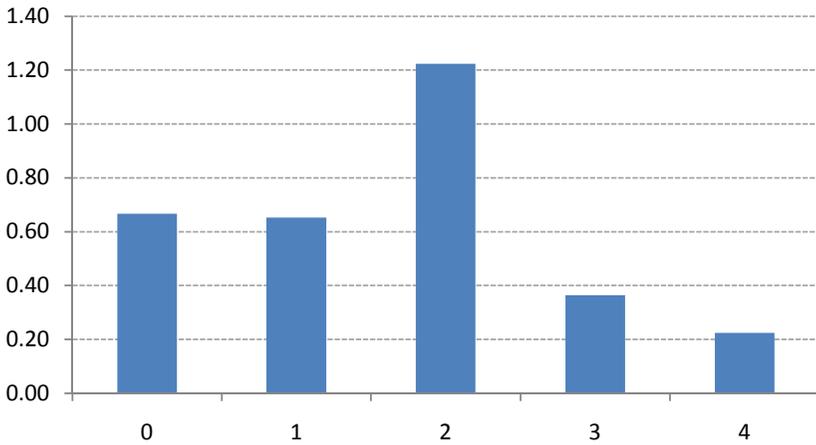
Para a mostra envolvendo os 39 países, observou-se que o indicador apresenta uma melhora de 0,67 ponto percentual já no primeiro ano. A magnitude do impacto se mantém aproximadamente inalterada um período depois da abertura financeira e dois anos após a integração do mercado financeiro o efeito sobre as reformas institucionais atinge seu pico, melhorando o indicador em 1,22 ponto percentual. A partir do terceiro ano, após a abertura, os impactos não são mais significativamente diferentes de zero. Isso indica que os países, em média, acabam promovendo reformas em um período relativamente curto, indicando que são gerados os incentivos necessários para o desenvolvimento institucional dos países após a integração financeira conforme a hipótese levantada.

A Figura 1 representa o comportamento das defasagens de 0 a 4.

Esse resultado também reforça a tese de que os efeitos colaterais da abertura financeira ocorrem a médio prazo, ou seja, fatores importantes na explicação do comportamento da taxa de crescimento do PIB, como a qualidade das instituições, podem ser estimulados após a abertura financeira. Este resultado ganha importância na medida em que os estudos recentes que testam a relação entre integração financeira e a taxa de crescimento econômicos dos países indicam que este efeito ocorre de forma significativa nos países que já estão em um nível intermediário de desenvolvimento.<sup>8</sup> Sendo assim, se a integração financeira tem a capacidade de estimular reformas institucionais, pode-se esperar que alguns anos após a ocorrência da abertura financeira, os países tenderão a atingir os níveis

<sup>8</sup> Alguns exemplos são Klein e Olivei (2005), Edwards (2001), Bordo e Meissner (2007), Calderón e Fuentes (2006) e Kose et alii (2009).

Fig. 1. Efeito Temporal da Abertura Financeira sobre o Indicador Institucional



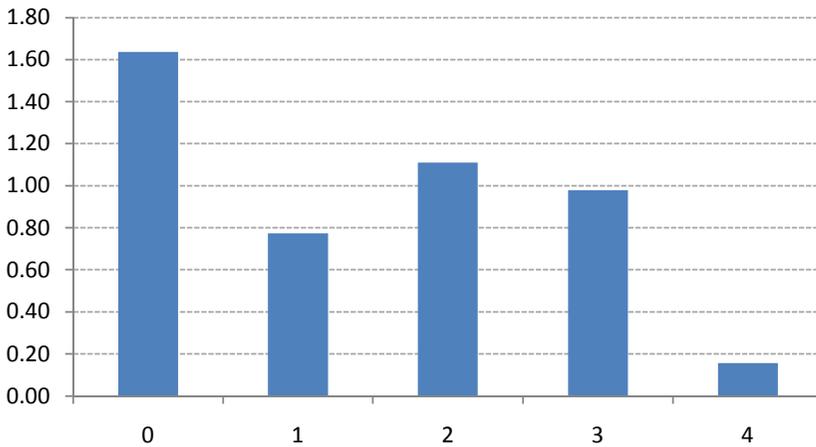
mínimos de desenvolvimento institucional necessários para que os efeitos positivos do processo se manifestem.

Observa-se, entretanto, que estes efeitos não são homogêneos entre os diferentes grupos de países. Os países da América Latina apresentam um comportamento semelhante ao da amostra total. Conforme apresentado na Figura 2, o indicador institucional dá um grande salto de 1,6 ponto percentual já no ano da abertura financeira, continua tendo impactos positivos, e significativamente diferentes de zero, sobre o indicador institucional de 1,11 e 0,98 ponto percentual no segundo e terceiro ano após a abertura, respectivamente. Assim, nosso resultado indica que três períodos após a abertura, os países da América Latina ainda tendem a registrar uma evolução de aproximadamente 1 ponto percentual no seu indicador institucional.

Os grupos dos países Emergentes da Ásia e Outros Países desenvolvidos apresentam comportamento semelhante entre si, com forte crescimento do indicador institucional no primeiro ano após a abertura financeira. No primeiro observa-se uma variação positiva no indicador de 1,23 ponto percentual e no segundo grupo o crescimento é ainda maior, 2,6 pontos percentuais. Para os outros anos, não são encontradas relações significativas entre as variáveis.

O grupo Outros em Desenvolvimento, não apresenta nenhum impacto significativamente diferente de zero até a quarta defasagem. Isto indica, de certa forma, uma resistência muito grande a reformas após a integração. Este resultado, mais uma vez, pode estar sendo afetado por questões amostrais, uma vez que reúne um número relativamente pequeno de países que não estão localizados geograficamente próximos e nem possuem elevado grau de dependência econômica entre si. Um dado que corrobora este argumento é o período de abertura financeira destas economias. Enquanto os países da América Latina abrem as suas economias

Fig. 2. Efeito Temporal da Abertura Financeira sobre o Indicador Institucional: América Latina



entre 1989 e 1994, isto é, em um intervalo de cinco anos, o grupo Outros Desenvolvidos varia entre 1988, no Marrocos, e 1996, África do Sul. Temos, portanto, uma diferença de nove anos.

Por fim, o grupo de países pertencentes ao G7 apresenta uma variação positiva, de aproximadamente 1,2 ponto percentual, e significativa a 5% para o modelo com dois períodos de defasagem. Entretanto, como o valor da variável BEKAERT dos países desse grupo é igual a 1 para praticamente todos os anos, com exceção de poucos anos para o Japão, a capacidade do modelo capturar o efeito do choque causado pela abertura fica comprometida.

Em resumo, observa-se que há, em média, uma variação positiva e significativa no indicador institucional após a abertura financeira. Esse processo de reformas tende a ser forte já nos primeiros anos após o período de abertura, incluindo este mesmo período. Os indícios são de que a maior parcela das reformas ocorre entre um e três anos após o período de abertura financeira, corroborando a tese de que existem efeitos indiretos derivados do processo de integração financeira que ocorrem de forma defasada e que podem estimular o crescimento econômico em períodos posteriores ao do choque sobre o fluxo de capitais.

Por outro lado, observa-se que a tese de que estes efeitos poderiam ocorrer a longo prazo, ou seja, com defasagens de tempo relativamente longas, não são suportadas pelos resultados. Os indícios são de que este processo de ajustamento ao choque provocado pela integração financeira ocorre em um período relativamente curto, entre um e três anos, ao menos no que se refere a reformas institucionais.

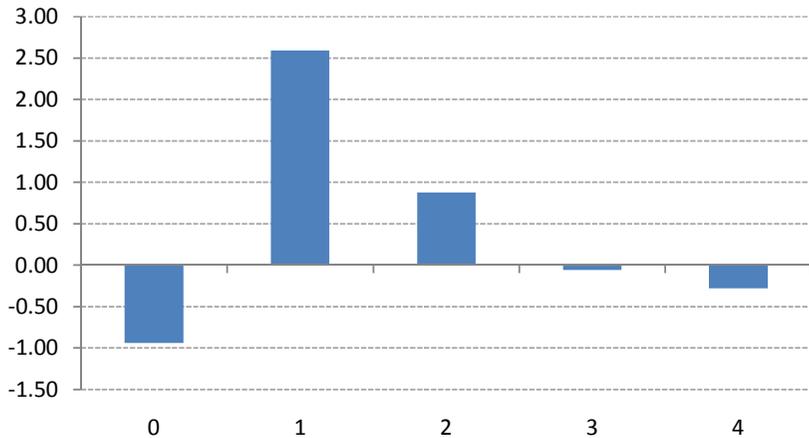
A título de teste de robustez, o modelo incluindo as duas variáveis BEKAERT e EQFLOW simultaneamente foi estimado. Os resultados são apresentados no Anexo C e confirmam os do modelo com somente a variável BEKAERT.

**Efeito temporal da abertura financeira sobre o indicador institucional**

Fig. 3. Emergentes da Ásia

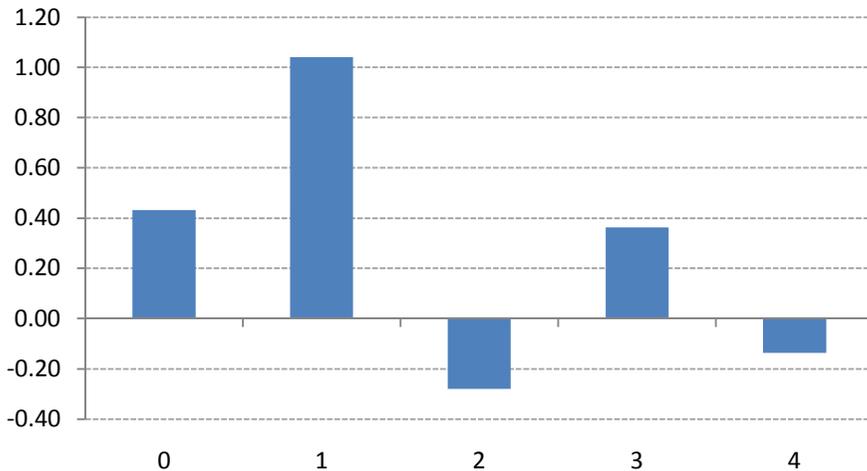


Fig. 4. Outros Desenvolvidos

**6. Análises Futuras**

A análise empírica desenvolvida neste estudo permitiu extrair algumas relações preliminares sobre a possibilidade do processo de abertura financeira dos países estimular reformas institucionais. Os resultados da amostra de 39 países levantam

Fig. 5. Efeito Temporal da Abertura Financeira sobre o Indicador Institucional – Outros Países em Desenvolvimento



evidências favoráveis a esta hipótese, indicando que esta relação tem um grau de significância de 10% quando consideramos as variações do indicador institucional e da medida de integração financeira no mesmo período de tempo, mas esta significância aumenta para 1% quando incorporamos uma defasagem temporal de dois períodos entre a abertura financeira e a variação do indicador da qualidade das instituições. Confirma-se, portanto, a hipótese de que o processo de reformas não ocorre no mesmo momento em que se promove a abertura financeira, mas sim com uma defasagem temporal média de dois períodos.

Se por um lado os resultados da amostra agregada são condizentes com a argumentação teórica, por outro, os resultados dos subgrupos analisados abrem novos questionamentos que merecem ser investigados com maior nível de detalhamento. O que explica tamanha heterogeneidade nos resultados envolvendo a correlação entre a integração financeira e o comportamento da variável institucional? O que justifica o diferente ritmo de ajustamento das instituições, já que alguns grupos aparentemente fazem todo o ajustamento em um único período, enquanto outros levam até três anos para completarem este processo? Qual é o impacto da abertura financeira sobre os diferentes componentes do índice agregado de qualidade institucional? Será que este choque afeta mais as instituições políticas ou as de ordem econômica?

Algumas possibilidades foram consideradas no texto. Uma delas é a importância da proximidade geográfica dos países que compõem o grupo na determinação de um comportamento mais homogêneo no que se refere tanto ao processo de abertura financeira quanto de reformas institucionais. Outro fator que pode impactar nestes resultados é o grau de dependência econômica dos países que estão alocados em um mesmo grupo. Aparentemente, quanto maior esta relação, mais homogêneo é

este comportamento.

O ritmo de ajustamento pode ser afetado pelo regime político do país? O único grupo que não apresentou uma relação positiva entre abertura e variações do indicador institucional, mesmo considerando defasagens de tempo, foi o dos Outros em Desenvolvimento. Neste grupo, talvez estejam os países em que a democracia é mais frágil como Paquistão, Arábia Saudita, Marrocos, Egito e Turquia. Adicionalmente, será que este resultado pode ser explicado pelo sistema presidencialista ou parlamentarista?

Por fim, deve-se analisar cuidadosamente o indicador de qualidade institucional que está sendo utilizado. Como colocado anteriormente, se por um lado ele tem a qualidade de oferecer uma nova medida deste indicador, pelo fato de não ter sido utilizado na literatura, por outro, a forma com que é construído pode trazer alguns erros de medida, uma vez que sua fonte primária de informação é a opinião de especialistas sobre os diversos itens considerados. Estas medidas, mesmo que recebam um tratamento estatístico que corrija eventuais equívocos de avaliação, sempre carregam algum grau de subjetividade que pode afetar a comparabilidade dos resultados para os diferentes países.

## 7. Conclusões

Iniciamos este estudo apresentando as diferentes visões sobre os impactos do processo de integração financeira sobre a taxa de crescimento dos países e vimos que existem dois grupos com visões completamente opostas. De um lado, os que defendem a tese de que os efeitos deste processo são amplamente positivos, estimulando as taxas de crescimento, e de outro lado, aqueles que defendem a tese de que o processo de integração, principalmente para os países em desenvolvimento, gera mais prejuízos do que ganhos. Estas perdas se manifestam na forma de crises financeiras recorrentes.

No entanto, recentemente uma nova abordagem a questão trouxe um elemento novo ao debate. A integração financeira pode não gerar os efeitos diretos sobre o crescimento econômico, conforme preconiza o modelo neoclássico de crescimento, mas pode estimular efeitos indiretos que acabam estimulando o crescimento posteriormente (Kose et alii 2006).

A literatura registra alguns testes que buscam capturar estes efeitos colaterais da abertura financeira. A Seção 2 compila algumas destas evidências e mostra que os países, após este processo de integração, tendem a promover privatizações, registrar estabilização macroeconômica, reduzir controles cambiais, promover abertura comercial, entre outros. Em resumo, estes efeitos colaterais poderiam, a médio e longo prazo, contribuir para a aceleração da taxa de crescimento dos países, mesmo que em um primeiro momento implicasse em aumento na volatilidade deste indicador.

A abordagem dos efeitos indiretos da abertura financeira oferece, portanto, uma possibilidade de reconciliação das duas visões aparentemente contraditórias sobre

o tema. Podemos observar efeitos negativos sobre as taxas de crescimento a curto prazo, mas positivos a longo, após os processos de reformas apresentados.

Neste artigo testou-se a seguinte hipótese: a abertura financeira, por abrir um canal de punição aos países que desviam suas políticas dos padrões defendidos pelo mercado (por exemplo, gastos públicos equilibrados, inflação sob controle e respeito aos direitos de propriedade), acaba estimulando reformas institucionais nos países. Além disso, buscou-se observar se estes impactos são homogêneos, ou não, nos diferentes grupos de países da amostra considerada. Confirmando-se a tese de que a abertura financeira promove reformas institucionais, adiciona-se um novo elemento em defesa da posição de que o processo de integração financeira pode contribuir de forma indireta para a aceleração da taxa de crescimento do PIB, na medida em que está estabelecida na literatura a relação positiva entre crescimento e qualidade institucional dos países.

Para tanto, trabalhou-se com um painel de coeficientes fixos para 39 países desenvolvidos e em desenvolvimento classificados em cinco subgrupos: América Latina, Emergentes da Ásia, G7, Outros Desenvolvidos, e Outros em Desenvolvimento. Os resultados para a amostra agregada, com os 39 países, comprovam a existência de uma correlação positiva entre o período da abertura financeira e a evolução do indicador de qualidade institucional dos países. Esta relação é altamente significativa (1% de significância) quando considerada uma defasagem de dois anos do período da abertura completa ao fluxo de capitais em relação ao indicador institucional, ou seja, após dois anos do estabelecimento do livre fluxo de capitais, observa-se o ápice da evolução do indicador institucional, apesar do estímulo às reformas ocorrer desde o ano da abertura, e acumula crescimento médio de 1,2 pontos percentuais no período. Os resultados também indicam que este impacto sobre as instituições ocorre até três anos após a abertura, mas não se prolonga por períodos longos de tempo.

Quando a análise é ampliada para os subgrupos, os resultados são menos robustos. Observamos um comportamento muito heterogêneo no que tange a relação entre a abertura financeira e a evolução das instituições. Dos cinco grupos, somente dois apresentam relação significativamente diferente de zero. Além disso, os efeitos temporais da integração sobre o indicador institucional também são distintos. Em dois grupos o efeito é forte, mas ocorre somente no primeiro ano após a abertura, indicando que o ajustamento (as reformas) ocorre rapidamente após o choque. Em outro, o efeito no primeiro ano é igualmente forte, mas se prolonga por três períodos, indicando um processo de ajustamento mais lento. Por fim, outro grupo não apresenta um impacto significativamente diferente de zero para quatro períodos de defasagem.

A análise dos subgrupos também indica a existência de impactos cruzados das iniciativas de reformas dos países pertencentes a um mesmo grupo. Observa-se que as variações do indicador institucional de um país que está em um determinado subgrupo analisado são positivamente correlacionadas com os movimentos dos demais membros do grupo, a exceção fica por conta do grupo Outros Países em Desenvolvimento.

Obtivemos, portanto, evidências favoráveis a tese de que o processo de abertura financeira pode estimular reformas institucionais e, uma vez que já está amplamente comprovado na literatura econômica a relação positiva entre qualidade das instituições e o crescimento econômico, é reforçada a tese de que este processo pode estimular crescimento por canais indiretos, que não somente os relacionados à eficiência alocativa, como defendido no modelo de crescimento neoclássico.

Por outro lado, ficaram em aberto algumas questões como: quais são as razões para ritmos de reformas institucionais diferentes entre os países? Os regimes e os sistemas políticos têm papel nesta explicação? Aspectos relacionados à localização geográfica podem explicar as diferenças dos impactos cruzados do processo de integração nos diferentes grupos de países. A integração financeira afeta mais as instituições políticas ou as de ordem econômica? Estas e outras questões merecem atenção em extensões deste trabalho.

## Referências bibliográficas

- Alesina, A., Ardagna, S., & Trebbi, F. (2006). Who adjusts and when? On the political economy of reforms. Working Paper 12049, NBER.
- Alesina, A. & Drazen, A. (1989). Why are stabilizations delayed? Working Paper 3053, NBER.
- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., & Volosovych, V. (2005). Capital flows in a globalized world: The role of policies and institutions. Working Paper 11696, NBER.
- Bartolini, L. & Drazen, A. (1996a). Capital account liberalization as a signal. Working Paper 5725, NBER.
- Bartolini, L. & Drazen, A. (1996b). When liberal policies reflect external shocks, what do we learn? Working Paper 5727, NBER.
- Bekaert, G. & Harvey, C. (2000). Foreign speculators and emerging equity markets. *Journal of Finance*, 55:565–613.
- Bekaert, G. & Harvey, C. (2002). Chronology of important financial, economic and political events in emerging markets. Disponível em: <http://www.duke.edu/charvey/chronology.htm>. Acesso em: 18 dez. 2009.
- Bekaert, G., Harvey, C., & Lundblad, C. (2005). Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial Economics*, 77:3–35.
- Bordo, M. & Meissner, C. (2007). Foreign capital and economic growth in the first era of globalization. Working Paper 13577, NBER.
- Calderón, C. & Fuentes, R. (2006). Complementarities between institutions and openness in economic development: evidence for a panel of countries. *Cuadernos de Economía*, 43:49–80.
- Casella, A. & Eichengreen, B. (1994). Can foreign aid accelerate stabilization? Working Paper 4694, NBER.
- Drazen, A. & Grilli, V. (1990). The benefits of crises for economic reforms. Working Paper 3527, NBER.
- Edison, H., Klein, M., Ricci, L., & Sløk, T. (2004). Capital account liberalization, and economic performance: Synthesis and survey. *IMF Staff Papers*, 51:220–56.
- Edwards, S. (2001). Capital mobility and economic performance: Are emerging economies different? Working Paper 8076, NBER.

- Eichengreen, B. (2001). Capital account liberalization: What do cross-country studies tell us? *The World Bank Economic Review*, 16:341–65.
- Fisher, S. (1998). Capital account liberalization and the role of the IMF. *Princeton Essays in International Finance*, 207:1–10.
- Henry, P. (2000). Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices. *Journal of Finance*, 55:529–64.
- Kaminsky, G. & Schmukler, S. (2003). Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalization. Working Paper 9787, NBER.
- Klein, M. & Olivei, G. (1999). Capital account liberalization, financial depth and economic growth. Working Paper 7384, NBER.
- Klein, M. & Olivei, G. (2005). Capital account liberalization, institutional quality and economic growth: theory and evidence. Working Paper 11112, NBER.
- Kose, M., Prasad, E., Rogoff, K. S., & Wei, S.-J. (2006). Financial globalization: A reappraisal. Working Paper 12484, NBER.
- Kose, M., Prasad, E., & Taylor, A. (2009). Thresholds in the process of international financial integration. Working Paper 14916, NBER.
- Krugman, P. (2002). Crises: The price of globalization? In of Kansas City, F. R. B., editor, *Symposium on global economic integration*.
- Martinez, L., Tornell, A., & Westermann, F. (2004). The positive link between financial liberalization, growth and crises. Working Paper 10293, NBER.
- Obstfeld, M. (1998). The global capital market: Benefactor or menace? *Journal of Economic Perspectives*, 12:9–30.
- Pires, J. (2006). O efeito da liberalização da conta de capital sobre a política fiscal: Uma avaliação do caso brasileiro recente. *Revista de Economia Política*, 26:258–73.
- Quinn, D. (1997). The correlates of change in international financial regulations. *American Political Science Review*, 91:531–51.
- Rodrik, D. (1998). Who needs capital account convertibility? *Princeton Essays in International Finance*, 207:55–65.
- Rogoff, K. (1999). International institution for reducing global financial instability. *Journal of Economic Perspectives*, 13:21–42.
- Summers, L. (2000). International financial crises: Causes, prevention, and cures. *American Economic Review*, 90:1–16.
- Velasco, A. (1997). A model of endogenous fiscal deficits and delayed fiscal reforms. Technical report, NBER.

## ANEXO – A

Tabela .1  
Resultados da Regressão

Variáveis	Todos os países	América Latina	Emergentes da Ásia	G7	Outros desenvolvidos	Outros em desenvolvimento
C	13,8570***	-11,0951	31,2737***	7,997	10,2928	41,9449***
EQFLOW	3,0841*	11,6252*	1,7582	-1,7587	3,4735*	-1,8223
INST_R	0,7423***	0,9301***	0,4876***	1,0369***	0,9535***	0,0666
AR(1)	0,7711***	0,6774***	0,7305***	0,8880***	0,7779***	0,8499***
R <sup>2</sup> ajustado	0,9821	0,8577	0,9826	0,9679	0,9729	0,9356
N	1,014	208	156	182	312	156
DW	1,7909	1,4326	1,9069	1,4798	2,0985	2,0455

Modelos com efeitos fixos (*cross-section*) e correção para heterocedasticidade (*White cross-section*).

\* Significante a 10%. \*\* Significante a 5%. \*\*\* Significante a 1%.

**ANEXO – B**Tabela .2  
Resultados da Regressão

Variáveis	Todos os países	América Latina	Emergentes da Ásia	G7	Outros desenvolvidos	Outros em desenvolvimento
C	14,4873***	-5,163	31,8985***	4,455	10,0268	42,1350*
EQFLOW	3,0760*	8,542	1,7408	-1,8381	3,4617*	-1,4828
BEKAERT	0,6617*	1,5337***	0,2985	1,7335*	-0,9067	0,4252
INST_R	0,7204***	0,8036***	0,4717***	1,0691***	0,9540***	0,057
AR(1)	0,7690***	0,6870***	0,7282***	0,8921***	0,7779***	0,8465*
R <sup>2</sup> ajustado	0,9821	0,862	0,9825	0,9679	0,9729	0,9354
N	1,014	208	156	182	312	156
DW	1,806	1,466	1,906	1,522	2,0804	2,062

Modelos com efeitos fixos (*cross-section*) e correção para heterocedasticidade (*White cross-section*).

\* Significante a 10%. \*\* Significante a 5%. \*\*\* Significante a 1%.

## ANEXO – C

Tabela .3

Efeito Temporal da Abertura Financeira no Desenvolvimento Institucional com as variáveis BEKAERT e EQFLOW no modelo

(Valor dos parâmetros da variável BEKAERT defasada em diferentes períodos)

Defasagem	Todos os países	América Latina	Emergentes da Ásia	G7	Outros desenvolvidos	Outros em desenvolvimento
0	0,6617*	1,5337***	0,2985	1,7335*	-0,9067	0,4252
1	0,6417*	0,642	1,2248**	-1,2	2,5157**	1,0743
2	1,2357***	1,0462*	0,6554	1,2038**	39048	-0,266
3	0,3585	1,0123**	0,2058	-0,058	-0,0813	0,3712
4	0,2215	0,1395	-1,0804	0,9076	-0,3406	-0,1614

Modelos com efeitos fixos (*cross-section*) e correção para heterocedasticidade (*White cross-section*).

\* Significante a 10%. \*\* Significante a 5%. \*\*\* Significante a 1%.