

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

**INTEGRAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL E CRESCIMENTO
ECONÔMICO NO *MAINSTREAM*: EVIDÊNCIAS DE DADOS EM PAINEL PARA
A AMÉRICA LATINA**

ADERBAL OLIVEIRA DAMASCENO

**Dissertação de Mestrado apresentada ao
Instituto de Economia da Universidade
Estadual de Campinas, sob a orientação do
Professor Doutor Paulo Roberto Davidoff
Chagas Cruz, como parte dos requisitos para a
obtenção do Título de Mestre em Economia.**

Campinas, Setembro de 2004

Dedico a conclusão desta Dissertação a meus Pais – pelo amor, cuidado, suporte e pelos valores que seus exemplos de vida cuidaram de transmitir.

AGRADECIMENTOS

Na elaboração desta Dissertação, não obstante os tão necessários momentos solitários de reflexão, regados a café e muitas saudades da *minha gente* e do Sertão, beneficiei-me da contribuição direta ou indireta de várias pessoas, sem as quais as dificuldades do processo de trabalho certamente seriam maiores, e a possibilidade de um resultado razoavelmente satisfatório, provavelmente menor.

Dentre as pessoas que contribuíram para a realização deste trabalho, agradeço primeiramente a meu orientador, Prof. Dr. Paulo Davidoff. Desde a escolha do tema até a finalização desta Dissertação, sempre com muita competência e serenidade, suas sugestões e ponderações transmitiram confiança, ajudaram a dirimir dúvidas e me encorajaram a tomar decisões em vários momentos de dificuldades e ansiedade. Professor, obrigado!!!

Agradeço também aos professores Dr. José Maria da Silveira e Dr. José Pedro Macarini, que participaram da banca de qualificação da versão preliminar da Dissertação. A leitura cuidadosa do material, as críticas, sugestões, foram importantes não só para dirimir imperfeições do texto, mas também por que me ajudaram a ter razoavelmente claras as limitações do trabalho. Agradeço também ao Prof. Dr. Rodolfo Hoffmann, por ter lido e comentado uma versão do Capítulo onde é apresentada a metodologia e resultados econométricos.

Agradeço a todos os meus companheiros do curso de mestrado, pelo convívio amistoso, pelas discussões, muitas vezes acaloradas, e pelos vários momentos de descontração. Agradeço também a Fernando Momesso, colega do Instituto de Economia que, em momento delicado do trabalho, onde enfrentei dificuldades quanto à acessibilidade a bancos de dados, forneceu-me auxílio importante.

A convivência com André Correa e Estela em muitos momentos de descontração tornou a vida em Campinas mais amena. Além disso, o interesse de André Correa por estatística, as discussões e auxílio em vários momentos, foram imprescindíveis para a elaboração do

trabalho. Igualmente, Rogério Dias e Alessandra foram sempre companhias extremamente agradáveis. Em adição, durante todo o curso tive a oportunidade de desenvolver e discutir muitos trabalhos com o Rogério Dias. Valeu, obrigado a todos!!!

Aos meus companheiros de morada, Carlos Camargo, Christian Freitas e André Mota, agradeço o convívio prazeroso, amigável, as discussões sobre variados temas, que tornaram o cotidiano aqui em Campinas mais agradável. André Mota, amigo e companheiro desde o curso de graduação na UFBA, fez leitura cuidadosa de Capítulo desta Dissertação e comentários bastante úteis. Obrigado companheiros!!!!

Sou grato também a Gedian Andrade, pela nossa longa amizade, pelos incentivos de desde muito tempo e pelas acolhidas em sua casa em São Paulo, onde sempre fui recebido por toda a sua família com muita alegria e carinho. Que nossas gerações futuras mantenham vivos esses fraternos laços de amizade e cordialidade!

Ao meu irmão Rodrigo e minha maninha Léia, agradeço pelo apoio constante e por todas as alegrias que me proporcionaram nas raras vezes em que regressei para casa durante o curso de mestrado, me enchendo de confiança e ânimo para o trabalho. Agradecimento muito especial a minha namorada, Anadélia Damasceno – a certeza do seu amor dar-me paz, inspiração e força para seguir em frente.

Agradeço também o apoio institucional do CNPq, de fundamental importância para o curso de Mestrado e elaboração deste trabalho. Por fim, agradeço aos funcionários da Biblioteca do IE e Secretaria pela competência com que desenvolvem seus trabalhos, menção especial a Cida e Alberto.

Não é demais deixar claro que possíveis erros, omissões ou imprecisões remanescentes no texto são de inteira responsabilidade do autor.

*Para ser grande, sê inteiro: nada
Teu exagera ou exclui.
Sê todo em cada coisa. Põe quanto és
No mínimo que fazes.
Assim em cada lago a lua toda
Brilha, porque alta vive.*

(Fernando Pessoa - Ricardo Reis)

[...] antes de me lançar nessas imensas profundezas da filosofia que se apresentam diante de mim, vejo-me inclinado a deter-me um instante em minha presente situação, e a avaliar essa viagem a que me propus fazer e que sem dúvida requer o máximo esforço e arte para ser concluída com sucesso. Sinto-me como um homem que, tendo encalhado em muitos recifes e tendo escapado com grande dificuldade de um naufrágio em um pequeno estreito, tem ainda a temeridade de retornar ao mar no mesmo navio avariado e castigado pelo mau tempo, e ainda carrega a sua ambição tão longe a ponto de percorrer o globo nessas circunstâncias desvantajosas. (David Hume - Melancolias Filosóficas)

SUMÁRIO

1 APRESENTAÇÃO	1
2 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL E CRESCIMENTO ECONÔMICO NO <i>MAINSTREAM</i>	3
2.1 INTRODUÇÃO	3
2.2 BENEFÍCIOS POTENCIAIS DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL	4
2.3 IMPLICAÇÕES DA EXISTÊNCIA DE ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E DISTORÇÕES DOMÉSTICAS	10
2.4 EXAME DA LITERATURA EMPÍRICA	16
2.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	29
3 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL E CRESCIMENTO ECONÔMICO: EVIDÊNCIAS PARA A AMÉRICA LATINA.....	31
3.1 INTRODUÇÃO	31
3.2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	32
3.3 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS ECONÔMICOS	42
3.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	52
4 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL E CRESCIMENTO ECONÔMICO: AVALIAÇÃO CRÍTICA DA LITERATURA CONVENCIONAL..	55
4.1 INTRODUÇÃO	55
4.2 REAVALIAÇÃO DA LITERATURA EMPÍRICA	56
4.3 A CRÍTICA DE STIGLITZ E ELEMENTOS PARA UMA CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA	65
4.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	75
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	81
ANEXOS	89

LISTA DE TABELAS

Tabela 3.1 - Correlações de Pearson	43
Tabela 3.2 - Integração Financeira Internacional e Crescimento Econômico	44
Tabela 3.3 - Integração Financeira, Crescimento Econômico e Abertura Comercial	46
Tabela 3.4 - Integração Financeira, Crescimento Econômico e Sistema Financeiro	48
Tabela 3.5 - Integração Financeira, Crescimento Econômico e Pol. Macroeconômicas	50
Tabela 3.6 - Integração Financeira, Crescimento Econômico e Estabilidade	52

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico A.1.1 - Índice de Liberalização da Conta de Capital: Europa e Países do G-7	92
Gráfico A.1.2 - Índice de Liberalização da Conta de Capital: Ásia e América Latina	92
Gráfico A.1.3 - Índice de Liberalização da Conta de Capital: Europa	93
Gráfico A.1.4 - Índice de Liberalização da Conta de Capital: Países do G-7	93
Gráfico A.1.5 - Índice de Liberalização da Conta de Capital: Ásia	94
Gráfico A.1.6 - Índice de Liberalização da Conta de Capital: América Latina	94
Gráfico A.1.7 - Índice de Liberalização da Conta de Capital: Argentina	95
Gráfico A.1.8 - Índice de Liberalização da Conta de Capital: Brasil	95
Gráfico A.1.9 - Índice de Liberalização da Conta de Capital: Chile	95
Gráfico A.1.10 - Índice de Liberalização da Conta de Capital: Colômbia	95
Gráfico A.1.11 - Índice de Liberalização da Conta de Capital: México	96
Gráfico A.1.12 - Índice de Liberalização da Conta de Capital: Peru	96
Gráfico A.1.13 - Índice de Liberalização da Conta de Capital: Venezuela	96
Gráfico A.2.1 - Fluxos de Capitais Privados Brutos (GPCF - % PIB)	97
Gráfico A.2.2 - Fluxos de Capitais Privados Brutos (GPCF - % PIB)	97
Gráfico A.2.3 - Fluxos de Capitais Privados Brutos (GPCF - % PIB)	98
Gráfico A.2.4 - Fluxos de Capitais Privados Líquidos (US\$)	98
Gráfico A.2.5 - Investimento Externo Direto Líquido (IED - % PIB)	99

RESUMO

O objetivo desta Dissertação é fazer um exame da abordagem convencional acerca da relação entre Integração Financeira Internacional e crescimento econômico, tendo como objeto de investigação empírica a experiência da América Latina e Caribe no período 1986-2000. Com isso, pretende-se lançar luz às seguintes questões: Qual a relação estabelecida no âmbito da literatura convencional entre Integração Financeira Internacional e crescimento econômico? Quais são as evidências para experiência da América Latina no período? No âmbito da literatura convencional, não obstante ter ficado clara a existência de opiniões divergentes quanto à relação entre Integração Financeira Internacional e crescimento econômico, o mais adequado seria afirmar que a visão predominante dentro desta literatura é de que seria necessário pré-requisitos a serem preenchidos pelas economias domésticas para que os benefícios da Integração Financeira Internacional se concretizassem. Os cálculos econométricos realizados para a experiência da América Latina produziram os seguintes resultados: i) foram encontradas evidências empíricas de efeitos adversos da Integração Financeira Internacional sobre o crescimento do PIB real *per capita* dos países; e ii) não foram encontradas evidências de que essa relação dependa do grau de abertura das economias ao comércio internacional, desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, prática de políticas econômicas consideradas sadias pela literatura convencional e estabilidade macroeconômica.

Palavras Chave: Integração Financeira Internacional, Crescimento Econômico, América Latina

Classificação JEL: F3, F4

1 APRESENTAÇÃO

A Integração Financeira Internacional (doravante denominada IFI) é entendida como a existência/inexistência de restrições em relação à circulação de capitais entre as fronteiras nacionais e envolve tanto a liberdade para estrangeiros investirem em um país quanto para residentes investirem no exterior.

Nas últimas três décadas, de modo geral, as economias nacionais se moveram em direção a uma maior IFI. Esse processo foi mais acentuado nos países desenvolvidos, tendo seu início no começo dos anos 70 no bojo da desarticulação do arcabouço institucional erigido em *Bretton Woods*, se intensificando a partir dos anos 80 e, principalmente, ao longo da década de 90.

Nos países em desenvolvimento, não obstante certo grau de integração durante a década de 70, esse movimento adquire forma mais acabada a partir do final da década de 80 e se intensifica ao longo da década de 90. Ao longo dessa década é crescente a pressão para que esses países acompanhem a tendência liberalizante dos países centrais. O auge dessa pressão foi quando a direção do Fundo Monetário Internacional apresentou aos países membros, na assembléia anual de 1997 realizada em Hong Kong, proposta de mudança do artigo VI dos estatutos dessa instituição, que admite o uso de controles de capitais, de modo a estabelecer a conversibilidade da conta de capitais, ou seja, compromisso de remoção de barreiras relativamente à entrada e saída de capitais de um país.

Índice construído por Kaminsky e Schmukler (2001) para uma amostra de 28 países (7 da Europa, o G-7, 7 do Leste da Ásia e 7 da América Latina), que reflete a existência ou não de restrições legais em relação à circulação de capitais, bem como dados referentes à magnitude dos fluxos de capitais, mostra de forma bastante clara a evolução da IFI tanto nos países desenvolvidos quanto nos países em desenvolvimento (ver Anexos 1 e 2). A esse respeito três observações são pertinentes: i) o processo de integração foi mais intenso nos países desenvolvidos, apresentado uma certa continuidade desde o início dos anos 70; ii) nos países do Leste da Ásia o movimento de integração iniciado na década de 70 é

aprofundado ao longo da década de 90; iii) nos países da América Latina, observa-se certo grau de integração durante a década de 70, processo que é revertido durante a década de 80 e, a partir do final desta década e mais intensamente ao longo da década de 90, assiste-se a um intenso processo de integração¹.

A literatura convencional sublinha um conjunto de canais através dos quais a IFI pode, potencialmente, estimular o crescimento econômico dos países. Ao final da década passada, a iniciativa do FMI em promover a conversibilidade da conta de capital nos países membro, reavivou o interesse e deu origem a um conjunto de trabalhos que investigam empiricamente a existência de potenciais benefícios advindos da IFI.

O objetivo desta Dissertação é fazer um exame da abordagem convencional acerca da relação entre IFI e crescimento econômico, tendo como objeto de investigação empírica a experiência da América Latina e Caribe no período 1986-2000. Dessa forma, o trabalho pretende lançar luz às seguintes questões: Quais as conexões estabelecidas no âmbito da literatura convencional entre IFI e crescimento econômico? Quais são as evidências para experiência da América Latina no período?

Para tanto, a Dissertação está estruturada em três Capítulos além desta Apresentação e das Conclusões: i) no Capítulo 2 faz-se uma revisão da literatura teórica e empírica acerca da relação entre IFI e crescimento econômico; ii) no Capítulo 3 faz-se uma investigação empírica, nos moldes da abordagem convencional, acerca da relação entre IFI e crescimento econômico, tendo como objeto de estudo a experiência da América Latina no período 1986-2000; iii) no Capítulo 4, faz-se uma apreciação crítica acerca das evidências empíricas e dos fundamentos teóricos subjacentes às hipóteses da literatura convencional quanto à relação entre IFI e crescimento econômico.

¹ No Anexo 3 é apresentada uma sintética discussão acerca dos principais determinantes do retorno dos fluxos de capitais privados para a América Latina a partir do final da década de 80.

2 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL E CRESCIMENTO ECONÔMICO NO *MAINSTREAM*

2.1 INTRODUÇÃO

A literatura convencional sublinha um conjunto de canais através dos quais a Integração Financeira Internacional (doravante denominada IFI) pode estimular o crescimento econômico. No entanto, é possível encontrar, mesmo no âmbito dessa literatura, um conjunto de argumentos questionando a efetivação dos potenciais benefícios da IFI. Subjacente a esses argumentos está a idéia de que a IFI na presença de assimetria de informação e distorções no funcionamento das economias domésticas pode não resultar em estímulo ao crescimento econômico, senão o contrário. Do ponto de vista empírico, os trabalhos que investigam essa relação utilizam, no geral, um modelo de crescimento neoclássico (ou neoclássico estendido), incluindo entre as variáveis explanatórias algum indicador de IFI.

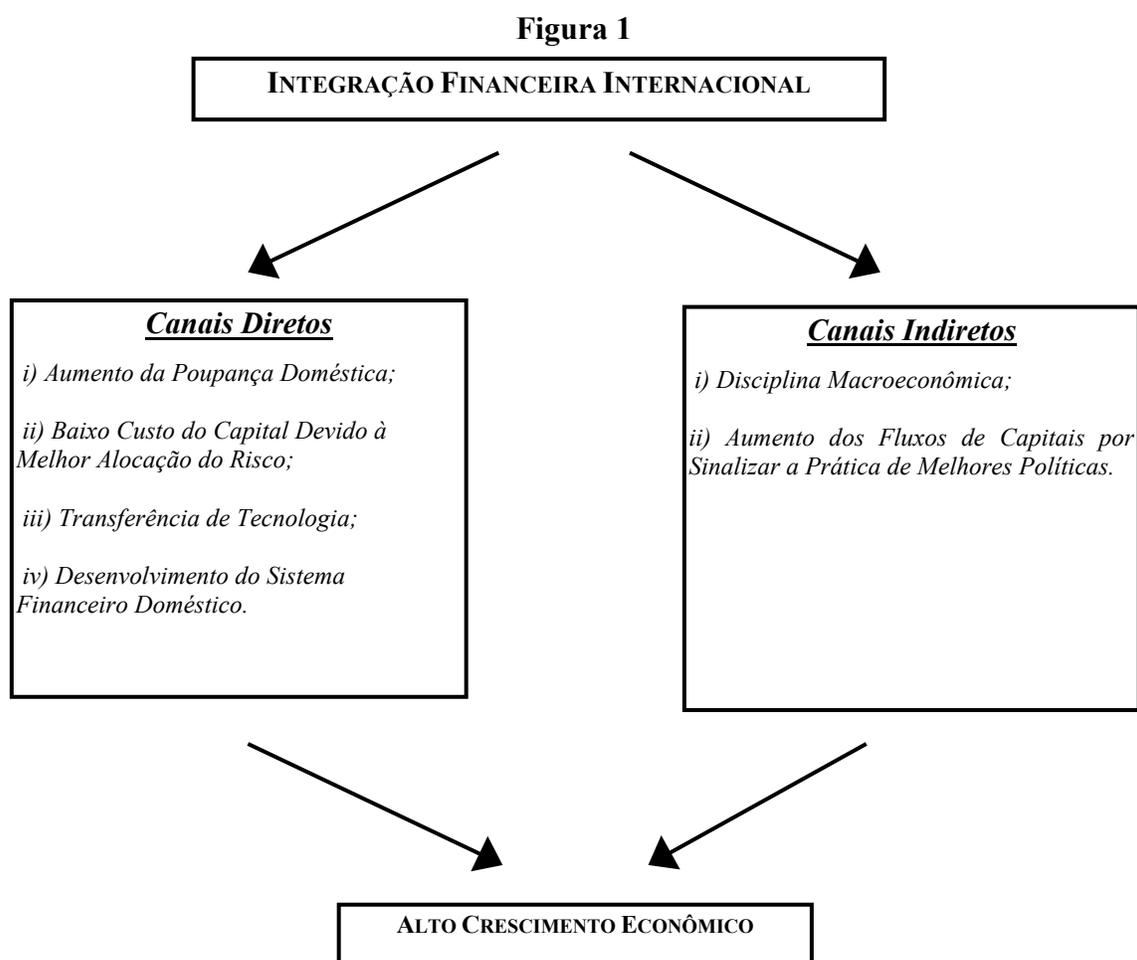
O objetivo deste Capítulo é fazer uma revisão da literatura teórica e empírica acerca da relação entre IFI e crescimento econômico dentro da literatura convencional. Especificamente, são três os objetivos: i) examinar os argumentos que sublinham diversos canais através dos quais a IFI pode estimular o crescimento econômico; ii) examinar a possibilidade de não concretização dos potenciais benefícios da IFI por conta da existência de assimetria de informação nos contratos financeiros e distorções no funcionamento das economias domésticas; e iii) fazer um exame dos trabalhos empíricos que investigam a relação entre IFI e crescimento econômico.

Para tanto, o Capítulo está organizado em 4 seções além desta introdução: i) na seção 2.2 são apresentados os argumentos que sublinham diversos canais através dos quais a IFI pode estimular o crescimento econômico; ii) na seção 2.3 são examinadas as implicações da existência de assimetria de informação e distorções no funcionamento das economias domésticas para a relação entre IFI e crescimento econômico; iii) na seção 2.4 faz-se uma

revisão da literatura empírica; iv) por fim, na seção 2.5, alinham-se algumas considerações finais.

2.2 BENEFÍCIOS POTENCIAIS DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL

No âmbito teórico, a literatura convencional identifica um conjunto de canais através dos quais a IFI levaria à melhoria na eficiência da alocação de recursos, estimulando o crescimento econômico dos países. Seguindo Prasad e Rogoff, et alli (2003), estes canais foram divididos em diretos e indiretos (não é demais deixar claro que esses canais são, de alguma maneira, inter-relacionados). A Figura 1 a seguir fornece um sumário esquemático da relação entre IFI e crescimento econômico.



2.2.1 Canais Diretos

Os canais diretos dizem respeito ao aumento da poupança doméstica, redução nos custos do capital, transferência de tecnologia e desenvolvimento do sistema financeiro doméstico.

Aumento da Poupança Doméstica

Do ponto de vista da economia internacional, a IFI possibilitaria ativar o mecanismo de intermediação global de recursos entre poupadores e investidores. Como argumenta Fisher (1998, p. 2),

Put abstractly, free capital movements facilitate an efficient global allocation of savings and help channel resources into their most productive uses, thus increasing economic growth and welfare [...] From the viewpoint of the international economy, open capital accounts support the multilateral trading system by broadening the channels through which countries can finance trade and investment and attain higher levels of income.

Esse aumento da eficiência na alocação global de recursos deriva do teorema de Heckscher-Ohlin, segundo o qual a taxa de retorno dos fatores de produção em cada país depende da disponibilidade relativa dos fatores. Desse modo, nos países com abundância de capital, o rendimento real do investimento marginal seria em geral mais baixo do que em países com escassez de capital. O livre fluxo de capitais, ao permitir a busca de retornos marginais maiores, reduziria a escassez relativa de capital nos países com escassez relativa desse fator, de modo que tenderia a haver uma homogeneização dos preços dos ativos e das taxas de juros (PRATES, 1997).

Do ponto de vista das economias domésticas, a mobilização da poupança externa é o papel clássico atribuído aos fluxos de capitais em um país em desenvolvimento. O argumento é que os influxos líquidos de poupança externa podem complementar a poupança interna, elevar o investimento e acelerar o crescimento. Ou seja, “The most straightforward channel through which foreign finance can lift up the growth rate of a country is to supplement

domestic saving and correspondingly to raise capital accumulation” (COHEN, 1994, p. 222).

A idéia é que em países em desenvolvimento, além da escassez de capital, os baixos níveis de renda e de poupança constituiriam restrições ao crescimento. Logo, a poupança externa, na forma de entrada líquida de capitais, poderia complementar a poupança interna e, assim, elevar as taxas de investimento e crescimento econômico. Em seguida, a expansão da renda possibilitaria a expansão da poupança e investimento doméstico, criando um círculo virtuoso no qual há uma expansão econômica sustentada. Esse argumento é exposto de forma clara em Devlin et alli (1994, p.414):

De fato, influxos líquidos de poupanças externas podem suplementar a poupança interna, elevar o investimento e acelerar o crescimento. Em seqüência, a expansão da renda agregada pode elevar ainda mais a poupança e o investimento internos, criando assim um círculo virtuoso no qual há uma expansão econômica sustentada [...]

Barro, Mankiw e Sala-i-Martin (1995) apresentam uma versão de um modelo neoclássico de crescimento para uma economia aberta, no qual residentes possuem estoque de capital e podem obter parte ou todo o financiamento para esse estoque emitindo títulos no exterior. Por relaxar a restrição de que a poupança doméstica financia o investimento doméstico, a disponibilidade de poupança externa aumenta a taxa de acumulação de capital físico. Isso, por sua vez, aumenta a velocidade com que a taxa de crescimento desse país converge para a taxa de crescimento de *steady-state* dele.

A relação entre fluxos de capitais e crescimento econômico pode ser examinada utilizando um simples modelo de crescimento endógeno, chamado de modelo *AK*. Esse modelo realça os potenciais efeitos de mudanças em variáveis financeiras (isto é, desenvolvimento financeiro e fluxos de capitais) no nível de crescimento de *steady-state* de um país, através da influência na acumulação de capital. Esse modelo, exposto em Bailliu (2000), é apresentado no Anexo 4.

Redução nos custos do Capital

A liberalização do mercado de capital teria como resultado uma melhora na alocação do risco. Primeiro, o aumento de oportunidades para compartilhar risco entre investidores externos e domésticos pode ajudar a diversificar risco. Essa possibilidade para diversificação de riscos por sua vez encoraja firmas a empreenderem mais projetos de investimento, e desse modo aumenta o crescimento econômico. Segundo, quando os fluxos de capitais aumentam, o mercado de capital torna-se mais líquido, o que pode reduzir o prêmio de risco das ações e títulos, e desse modo diminuir o custo de levantar capital para investimentos (PRASAD; ROGOFF et alli, op. cit.).

Ainda tendo em vista a possibilidade de diversificação de *portfolio* resultante da IFI, McLean e Shrestha (2002) argumentam que o aumento na oportunidade para diversificar risco pode aumentar o crescimento econômico por induzir uma mudança em direção a investimentos em projetos com altas taxas de retorno esperado. Por sua vez, altas taxas de retorno podem estimular o crescimento econômico por encorajar altas taxas de poupança e investimento. Argumento exposto por Eichengreen et alli (1998, p.12) vai na mesma direção:

Capital mobility can thereby enable investors to achieve higher risk-adjusted rates of return. Income levels in recipient countries should also rise as a result of the capital inflows. Higher rates of return can encourage saving and investment that deliver faster rates of economic growth.

Transferência de Tecnologia

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

pode estimular o crescimento econômico através da transferência de tecnologia, técnicas administrativas e uma melhor qualificação da força de trabalho, argumento que também é exposto em Agénor (2003, p.7):

FDI may facilitate the transfer or diffusion of managerial and technological know-how - particularly in the form of new varieties of capital inputs - and improve the skills composition of the labor force as a result of “learning by doing” effects, investment in formal education, and on-the-job training. In addition, although the increased degree of competition in the product and factor markets induced by FDI may tend to reduce profits of local firms, spillover effects through linkages to supplier industries may reduce input costs, raise profits, and stimulate domestic investment.

Desenvolvimento do Sistema Financeiro Doméstico

A mobilidade internacional de capitais incrementaria a eficiência do sistema financeiro doméstico devido à possibilidade de especialização na oferta de serviços financeiros e à maior concorrência entre instituições residente e não residentes. Além disso, a integração com o mercado financeiro internacional reduziria a margem de intermediação e abriria acesso ao mercado externo e, assim, a créditos com menores custos a empresas dos países em desenvolvimento (PRATES, op. cit.). Como argumentam Klein e Olivei (1999, p.1):

Another possible reason for favoring open capital markets is that foreign borrowing and lending may contribute to the development of a country’s financial system. A well-functioning financial system provides a set of markets for borrowing and lending, which mitigates problems of asymmetric information and transaction costs, thereby mobilizing savings, efficiently allocating resources, facilitating risk management, exerting corporate control, and easing the trade of goods and services. [...] Thus, opening capital markets, by promoting financial depth, also promotes overall economic growth.

Ou seja, a IFI pode contribuir para o crescimento econômico através dos seus efeitos no sistema financeiro doméstico, argumento que também é exposto por Agénor (op. cit., p. 11):

An increasingly common argument in favor of financial openness is that it may increase the depth and breadth of domestic financial markets and lead to an increase in the degree of efficiency of the financial intermediation process, by lowering costs and “excessive” profits associated with monopolistic or cartelized markets. In turn, improved efficiency may lead to lower markup rates in banking, a lower cost of investment, and higher growth rates.

2.2.2 Canais Indiretos

Os canais indiretos dizem respeito ao fato de a IFI exercer pressão no sentido de práticas de políticas econômicas consideradas ‘sadias’ pela literatura convencional, levando a uma maior estabilidade macroeconômica.

Disciplina Macroeconômica

Tem sido argumentado que, por aumentar a recompensa para a prática de ‘boas políticas econômicas’ e as penalidades para a prática de ‘más políticas econômicas’, a livre mobilidade de capitais entre as fronteiras pode induzir os países a seguirem políticas macroeconômicas mais disciplinadas e, desse modo, reduzir a frequência de erros na condução da política econômica. Na medida em que a prática de políticas econômicas disciplinadas se traduza em grande estabilidade macroeconômica e financeira, o resultado pode ser altas taxas de crescimento econômico devido a uma alocação mais eficiente de recursos (AGÉNOR, op. cit.). Prasad e Rogoff et alli (op. cit., 26), da mesma maneira, chamam a atenção para os benefícios da disciplina macroeconômica imposta pela IFI:

[...] the disciplining role of financial integration could change the dynamics of domestic investment in an economy to the extent that it leads to a reallocation of capital towards more productive activities in response to changes in macroeconomic policies. National governments are occasionally tempted to institute predatory tax policies on physical capital. The prospect of such policies tends to discourage investment and reduce growth. Financial opening can be self-sustaining and constrains the government from engaging in such predatory policies in the future since the negative consequences of such actions are far more severe under financial integration.

Sinalização

A IFI pode representar uma sinalização em relação à disposição de um país a adotar políticas macroeconômicas consideradas ‘sadias’, como, por exemplo, reduzir o déficit público e a inflação, o que pode ter como resultado um aumento nos influxos de capitais.

2.3 IMPLICAÇÕES DA EXISTÊNCIA DE ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E DISTORÇÕES DOMÉSTICAS

Eatwell (1996) argumenta que está implícito nos argumentos em favor da IFI a primeira parte do Teorema Fundamental da Economia do Bem-estar combinado com a Hipótese de Mercados Eficientes.

O argumento de que mercados competitivos são eficientes e, portanto, que controles de capitais são ineficientes, baseia-se no Teorema Fundamental, sendo que, um corolário do mesmo argumento propõe que, na ausência de distorções, economias tipicamente operam ou na plena capacidade ou próximo dela (EATWELL, op. cit. p. 7) .

A Hipótese de Mercados Eficientes retrata o mercado financeiro como eficiente aglutinador e transmissor de informações. Quando essa informação inclui o conhecimento do ‘verdadeiro’ comportamento da economia (os fundamentos), então os ativos financeiros embutem o valor verdadeiro de suas contrapartes reais, criando um ambiente no qual agentes racionais comercializando esses ativos podem tomar decisões Pareto-eficientes (GRIFFITH-JONES, 1998, p.13; EATWELL, op. cit. p. 8).

Parte da literatura convencional chama a atenção para a possibilidade de que os benefícios potenciais da IFI não se concretizem como resultado de distorções. MecLean e Shrestha (op. cit., p.8) argumentam que na presença de distorções, fluxos de capitais “would not enhance growth, and can in fact impede growth by making countries more vulnerable to financial crises”. A argumentação de Bailliu (op. cit.), a respeito de fluxos de capitais na presença de distorções, vai na mesma direção,

Capital flows occurring in this context are not likely to be growth-promoting. Indeed, even though capital inflows motivated by distortions might lead to an increase in the investment rate, this will not contribute to higher growth unless the investment is productive. In terms of spillovers, this kind of speculative investment is not likely to generate any positive externalities, either in the financial or non-financial sectors of the economy.

Há pelo menos dois conjuntos de argumentos que procuram justificar, teoricamente, a possibilidade de não concretização dos potenciais benefícios da IFI: i) a presença de assimetria de informação nos contratos financeiros; e ii) existência de distorções no funcionamento das economias domésticas.

2.3.1 Assimetria de Informação

A informação é assimétrica quando uma parte de uma transação ou relação econômica tem menos informação sobre ela do que a outra parte. Sob o pressuposto de existência de assimetria de informação, ineficiências podem surgir como resultado de três problemas: *Seleção Adversa*, *Risco Moral* e *Comportamento de Manada*. Ou seja, como observam Eichengreen et alli (op. cit., p. 12): “The classic case for unfettered capital markets is predicated on the assumption that they deliver an efficient allocation of resources. [...] Under the alternative assumption that information is asymmetric, inefficiencies can arise”.

Seleção Adversa

Seleção Adversa é um problema de assimetria de informação que ocorre antes da transação acontecer devido ao fato de os credores terem incompleto conhecimento acerca da qualidade dos tomadores de empréstimos, sendo que os tomadores de empréstimos que têm um alto risco de crédito são os que buscam mais ativamente tomar empréstimos.

A presença de assimetria de informação torna os credores menos hábeis para avaliarem a qualidade das operações de crédito. Nestas condições, os emprestadores estarão dispostos a pagar um preço por um título que reflete a qualidade média dos títulos emitidos pelas

firmas, de modo que esse preço provavelmente será menor que o valor de mercado dos títulos emitidos por firmas de baixo risco de crédito, mas acima do valor de mercado dos títulos emitidos por firmas de alto risco de crédito. Pelo fato de administradores e proprietários de firmas com baixo risco de crédito perceberem que os títulos deles estão subvalorizados, eles não irão querer se financiar via mercado. Por outro lado, as firmas que desejarem vender títulos no mercado são aquelas de baixa qualidade de crédito, porque sabem que os preços de seus títulos são maiores que seus valores de mercado. Como resultado da pequena quantidade de títulos emitidos por firmas com baixo risco de crédito, muitos projetos com um valor presente líquido positivo não serão empreendidos, embora outros, cujo valor presente líquido é menor que o custo de oportunidade dos fundos alocados, sejam. Sob essas circunstâncias, um mercado de capitais liberalizado não gera uma alocação eficiente de recursos (EICHENGREEN et alli, op. cit.,; MISHKIN, 1996).

Risco Moral

Risco Moral ocorre após a transação ter acontecido porque o emprestador está sujeito ao risco (*hazard*) decorrente do fato de que o tomador de empréstimo tem incentivo para engajar em atividades que são indesejáveis (*immoral*) do ponto de vista do emprestador, isto é, atividades que tornam o empréstimo mais arriscado. Os tomadores de empréstimo têm incentivos para investir em projetos com altos riscos nos quais eles ‘se dão bem’ se o projeto tem êxito, mas os emprestadores arcam com a maioria das perdas se o projeto fracassa.

Portanto, tomadores de empréstimos tentarão alterar seus projetos de maneira que os riscos aumentem após a transação ter ocorrido, sendo que a assimetria de informação facilitará os esforços deles para tanto. Sob essas circunstâncias, muitos projetos em execução serão excessivamente arriscados. Os emprestadores, como resultado, ficarão relutantes em fazer empréstimos e o nível de intermediação e investimento será sub-ótimo (EICHENGREEN et alli, op. cit.,; MISHKIN, op. cit.).

Comportamento de Manada

Em mercados financeiros caracterizados por incompleta informação, emprestadores podem ser propensos a engajar em *Comportamento de Manada*, através do qual eles tendem a seguir a liderança daqueles que eles acreditam estarem melhores informados. Tal comportamento dá origem a repentinos movimentos de mercado e volatilidade.

Como argumentado em Agénor (op. cit.), *Comportamento de Manada* pode ser considerado racional na presença de três fatores:

- i) o fato de que o *payoff* para um agente (investidor) adotando uma ação específica pode ser positivamente relacionado com o número de outros agentes adotando a mesma ação;
- ii) o fato de que administradores de *portfolio* podem ter incentivos para '*hide in the herd*', de modo a não serem avaliados facilmente;
- iii) o fato de pequenos investidores que estão começando a investir em um país ignorarem suas próprias informações e seguir o comportamento de investidores maiores e melhores estabelecidos.

2.3.2 Distorções Domésticas

Mesmo quando a informação é completa, a IFI pode não resultar em estímulo ao crescimento econômico dos países (senão o contrário), como resultado da presença de distorções no funcionamento das economias domésticas. As distorções dizem respeito a práticas de políticas comerciais protecionistas e baixo nível de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico.

A mobilidade internacional de capitais na presença de significativas distorções em relação ao comércio resultará em uma má alocação do capital mundial e, certamente, até mesmo uma piora do bem-estar do país importador de capital. Considerando um país relativamente abundante em trabalho que protege suas indústrias intensivas em capital, devido ao fato da

proteção a essas indústrias estimular a taxa de retorno para o capital investido no país, os capitais fluirão em direção a esse país, levando os setores intensivos em capital a expandirem e os setores intensivos em trabalho a contraírem. Isso resulta em diminuição dos níveis de renda e bem-estar, porque a má alocação de recursos entre setores intensivos em trabalho e setores intensivos em capital é exacerbada por conta da IFI, dificultando a operação do mecanismo das vantagens comparativas. Nesse sentido, Cooper (1998, p.13) conclui que “free movement of capital is likely to become allocationally efficient only after trade barriers have come down substantially, particularly barriers on capital-intensive activities in labor-rich countries”. Essa idéia também fica bastante clara na argumentação de Edison, Levine, Ricci e Sloek (2002, p.1):

[...] there are innumerable constellations of distortions for which liberalization of international capital controls will hurt resource allocation and growth. For example, in the presence of trade distortions, capital account liberalization may induce capital inflows to sectors in which the country has a comparative disadvantage.

A má alocação do capital também pode ser resultado de distorções pré-existentes no sistema financeiro doméstico. O argumento é que em países com fraco sistema bancário e pobre supervisão e regulação, a intermediação direta ou indireta de grande montante de fundos pelo sistema bancário pode exacerbar problemas de *Risco Moral* associados com garantias explícitas ou implícitas de depósitos (AGÉNOR, op. cit.; BAILLIU, op. cit.; SOTO, 2000).

Eichengreen et alli (op. cit.) afirmam que a existência de assimetria de informação e de distorções no funcionamento das domésticas enfraquecem o pressuposto teórico em favor da IFI, sendo que, a possibilidade de potenciais benefícios dependeria da natureza das distorções, extensão da assimetria de informação, e a severidade da *Seleção Adversa*, *Risco Moral* e ineficiências de mercado resultantes. No entanto, o autor argumenta que esses problemas podem ser corrigidos ou diminuídos significativamente através de políticas públicas.

Para as distorções domésticas que são fundamentalmente resultantes de políticas governamentais equivocadas, a solução proposta é a correção dessas políticas. Se influxos de capitais ameaçam reduzir o bem-estar porque fluem em direção a indústrias domésticas fortemente protegidas onde o verdadeiro retorno para o capital é menor que os custos dos empréstimos externos, então a política correta sugerida é eliminar ou reduzir a proteção para corrigir as distorções.

Com relação aos problemas de assimetria de informação, Eichengreen et alli (op. cit.) sugerem que podem ser amenizadas através de políticas públicas, notadamente: i) políticas que encorajam a aderência aos padrões mundiais de contabilidade e auditoria; ii) que facilite o cumprimento de regras sadias de governança corporativa; e iii) que proteja investidores e emprestadores contra fraudes. A conclusão dos autores é que:

Capital account liberalization, and financial liberalization more generally, is essentially inevitable for all countries wishing to take advantage of the substantial benefits of broad participation in the open world economic system in this modern age of technology and communications. Financial liberalization also has its dangers, as liberalized systems generally afford opportunities for individuals, enterprises, and financial institutions to undertake greater and sometimes imprudent risks, thereby raising the potential for systemic disturbances. There is no way to completely suppress these dangers, other than through draconian financial repression, which creates worse problems. The dangers, however, can be limited quite considerably through a combination of sound macroeconomic policies to contain aggregate financial imbalances and ameliorate the effects of financial disturbances and sound prudential policies to ensure proper private incentives for risk management. These must be back up by adequate supervision and regulation, especially of the financial sector. With these important safeguards, capital account liberalization and broader financial liberalization are not only inevitable, but will clearly be beneficial. (EICHENGREEN, et alli, op. cit., p.1)

Alguns autores chamam a atenção para a importância do nível de desenvolvimento institucional dos países na relação entre IFI e crescimento econômico. A idéia é que a IFI promoverá crescimento econômico somente em países institucionalmente desenvolvidos. A esse respeito:

[...] IFI in countries with weak institutions and policies – e.g., weak financial and legal systems – may actually induce a capital outflow from capital-scarce countries to capital-abundant countries with better institutions. Thus, some theories predict that international financial integration will promote growth only in countries with sound institutions and good policies. (EDISON; LEVENE; RICCI; SLOEK, op. cit, p.1)

Ao considerar as implicações da existência de assimetria de informação no mercado financeiro e distorções no funcionamento das economias domésticas para a relação entre IFI e crescimento econômico, emerge dessa discussão que seria necessário um conjunto de pré-condições a ser preenchido pelas economias nacionais para que os potenciais benefícios da IFI se concretizassem: i) certo nível de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico; ii) certo grau de abertura ao comércio internacional; e iii) prática de políticas econômicas consideradas ‘sadias’ pela literatura convencional. Ou seja, seria necessária a existência de um conjunto de instituições adequadamente desenvolvidas para que a IFI estimulasse o crescimento econômico dos países.

2.4 EXAME DA LITERATURA EMPÍRICA

O objetivo desta seção é fornecer um painel acerca do atual estágio da literatura empírica, mostrando a existência/ausência de consenso e a direção sinalizada acerca de evidências da concretização dos potenciais benefícios da IFI.

2.4.1 Indicadores de IFI

Uma questão importante acerca da IFI é o modo como mensurá-la, ou seja, a construção de indicadores que dêem conta de caracterizar ou não a presença de restrições. Na prática, as análises empíricas utilizam ambas: i) *proxies* para restrições governamentais em relação aos fluxos de capitais; e ii) os próprios fluxos como *proxy* para IFI. Portanto, a descrição desses indicadores é importante para a discussão dos trabalhos empíricos apresentados na seqüência.

Indicador do FMI

A medida de restrições do FMI é a *proxy* de restrições governamentais nas transações financeiras internacionais mais comumente utilizada. Toda edição do *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, do FMI, publicada entre 1967 (que se refere às condições em 1966) e 1996 (que se refere às condições em 1995) apresenta um indicador de presença ou não de controle de capitais. Essa medida classifica países em uma base anual pela presença ou não de restrições, ou seja, é uma variável *dummy* que assume valor 0 na ausência de restrições na conta de capitais e, ao contrário, na presença de restrições, assume valor 1. É comum na literatura encontrar referência à fragilidade dessa medida de restrições da conta de capital: “However, it is an imperfect proxy for financial openness as it does not distinguish between different types of capital controls. Moreover, this binary variable indicating the presence (o absence) of capital controls does not capture the intensity of capital controls” (MCLEAN; SHRESTHA, op. cit., p.9).

Uma maneira padrão de utilizar a medida de restrições na conta de capital divulgada pelo FMI é construir, para cada país, uma variável refletindo a proporção de anos (durante determinado período) em que um país tem conta de capital liberalizada. Essa variável é chamada na literatura de *Share*. Por exemplo, se a medida do FMI julga que um país tem conta de capital aberta durante 5 anos em um período de 10 anos, então o valor da variável *Share* é 0,5.

Indicador Elaborado por Quinn (1997)

Quinn (op. cit.) tenta captar a intensidade dos controles através de um cuidadoso registro das descrições narrativas contidas no *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Ele atribui *scores* separadamente para pagamentos e recebimentos da conta de capital. Para cada uma dessas categorias o método é o seguinte: um *score* de 0 indica que pagamentos são proibidos, 0,5 indica que existem restrições quantitativas ou regulatórias, 1 indica que transações são sujeitas a pesadas taxas, 1,5 indica que existem taxas menos severas, e 2 indica que transações são livres de restrições ou taxas. A soma dos valores para as duas categorias é um indicador global de abertura da conta de capital,

variando de 0 a 4. Esses indicadores estão disponíveis anualmente de 1950 a 1997 para 21 países da OCDE, e para os anos 1958, 1973, 1982 e 1988 para 43 países não membros da OCDE.

Medidas que Utilizam Fluxos de Capitais

i) *Estoque de Fluxos de Capitais*: Entrada mais saída acumulada de Investimento Externo Direto e Investimento de *Portfolio* (ou capitais totais), como proporção do PIB. É o estoque de ativos externos do país mais as obrigações, como proporção do PIB.

ii) *Fluxos de Capital*: Igual às entradas mais saídas de capitais (Investimento Externo Direto, Investimento de *Portfolio* ou a soma de todas as categorias) como proporção do PIB.

iii) *Estoque de Influxos de Capitais*: Influxos acumulados de Investimento Externo Direto e Investimentos de *Portfolio* (ou a soma de todas as categorias) como proporção do PIB. Então, é o estoque de obrigações de um país como proporção do PIB. Ao contrário da variável “*estoque de fluxos de capitais*” definida acima, a variável “*estoque de influxos de capital*” exclui as saídas.

iv) *Influxos de Capitais*: Igual a influxos de Investimento Externo Direto e Investimentos de *Portfolio* (ou soma de todas as categorias) como proporção do PIB.

2.4.2 Evidências Empíricas

No que segue, são apresentados e comentados trabalhos econométricos acerca da relação entre IFI e crescimento econômico, destacando em cada trabalho: i) o período e os países cobertos pela amostra; ii) a metodologia e a técnica econométrica utilizada; iii) o modelo e as variáveis explanatórias incluídas; e iv), um comentário acerca dos resultados encontrados.

McLean e Shrestha (op. cit.)

Este trabalho utiliza dados para um conjunto de 40 países, consistindo de 20 países desenvolvidos e 20 países emergentes e em desenvolvimento, na Ásia, América Latina e África, no período 1976 a 1995. Os dados para cada país são uma média de 5 anos não sobrepostos.

A metodologia utilizada no trabalho é um modelo de painel estático, e a técnica de estimação é Mínimos Quadrados Ordinários em 2 Estágios (a possível endogeneidade das variáveis explanatórias é levada em consideração). As variáveis utilizadas nas equações de crescimento são: i) crescimento do PIB real *per capita* como variável dependente; ii) *variáveis de estado*, média dos anos de escolaridade da população adulta e o ln do PIB real *per capita* (mensuradas no início de cada período de 5 anos); e iii) *variáveis de controle*, medidas como médias de períodos de 5 anos não sobrepostos, entre as quais, importações mais exportações como proporção do PIB, consumo do governo como proporção do PIB, *the black-market exchange rate premium*, e, por fim, como indicadores de IFI, influxos totais de capitais e por categorias como proporção do PIB.

Os resultados para todos os países da amostra mostram que os influxos de capitais totais têm efeito positivo sobre o crescimento e significativo a 10%. Os influxos de IED e Investimentos de *Portfolio* têm efeitos positivos e significativos sobre o crescimento, a 5% e 1%, respectivamente. Já os empréstimos bancários, têm efeito negativo sobre o crescimento, mas não significativo.

Para os países em desenvolvimento, os resultados mostram que os influxos de capitais totais têm um efeito negativo sobre o crescimento, embora estatisticamente não significativo. Investimento Externo Direto e Investimento de *Portfolio* têm, ambos, um efeito positivo e estatisticamente significativo sobre o crescimento. Os empréstimos bancários têm efeito negativo e estatisticamente significativo sobre o crescimento. Os autores concluem que:

We find that foreign direct investment and portfolio inflows enhance growth. By contrast, bank inflows appear to have a negative effect on growth, although this result is less robust to changes in equation specification than the results for FDI and portfolio inflows (MCLEAN; SHRESTHA, op. cit., p.18).

Jeannine N. Bailliu (op. cit.,)

Esse estudo procura testar a hipótese de que influxos de capitais promovem crescimento econômico, chamando a atenção para o nível de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico nessa relação, ou seja, “ the existing level of development of the financial system, reflected in its ability to exercise functions such as mobilizing savings, helping to allocate capital, and facilitating risk management, could play a role in determining the extent to which capital flows affect growth” (BAILLIU, op. cit., p. 3). Desse modo, o efeito dos influxos de capitais no crescimento econômico é esperado ser tanto maior quanto maior for o nível de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico.

É utilizada uma amostra para 40 países em desenvolvimento (diversas regiões), abrangendo o período de 1975 a 1995. Os dados para cada país são médias de 5 anos não sobrepostos, de modo que cada país da amostra apresenta 4 observações. A metodologia utilizada é dados de painel dinâmico e a técnica de estimação utilizada é o Método dos Momentos Generalizados (leva em consideração o fato de que as variáveis explanatórias não serem completamente exógenas). As variáveis utilizadas nas equações de crescimento são: i) crescimento do PIB real *per capita* como variável dependente; ii) *variáveis de estado*, a primeira é o ln do PIB real *per capita* e a segunda, média de anos de escolaridade secundária da população masculina com 25 anos ou mais (ambas medidas no início de cada intervalo de 5 anos); iii) o segundo conjunto de variáveis (média de períodos de 5 anos), são a formação bruta de capital fixo como proporção do PIB, consumo do governo como proporção do PIB, exportações mais importações como proporção do PIB, a proporção de ativos domésticos retidos por bancos comerciais em relação ao total retido por ambos, bancos comerciais e banco central (*proxy* para o nível de desenvolvimento do sistema financeiro) e fluxos líquidos de capitais privados como proporção do PIB.

Esse estudo encontra evidência de que fluxos líquidos de capital promovem crescimento econômico, acima e além dos efeitos sobre a taxa de investimento (isso porque a taxa de investimento está incluída no modelo), mas somente para aqueles países onde o setor bancário apresenta um certo nível de desenvolvimento. Como os efeitos dos fluxos líquidos de capitais sobre o crescimento é negativo e estatisticamente significativo, é construída uma variável interativa multiplicando a variável “fluxos líquidos de capitais” pela variável “Desenvolvimento do Setor Bancário”, de modo que o resultado encontrado nas regressões é que essa nova variável é positiva e estatisticamente significativa. Dado isso, a conclusão é: “This suggests that net capital flows will have a positive effect on growth only for those countries that have developed banking sectors: otherwise, the effect of net capital flows on growth is negative” (BAILLIU, op. cit., p.15) . A idéia é que os países que apresentam baixos níveis de desenvolvimento no setor financeiro sejam também caracterizados por distorções nos mesmos, provocadas, em última instância, por políticas governamentais, fazendo com que os capitais sejam alocados de forma ineficiente (especulativa) e não levando ao crescimento econômico. Isso fica claro na seguinte passagem:

The banking sector might be poorly developed because of government policies that both repress financial development and distort incentives for foreign investors. In such a case, capital inflows could be motivated by the government-imposed distortions, rather than by productive investment opportunities in the country, and the banking sector is not likely to be efficiently allocating savings to productive investment projects.(BAILLIU, op. cit.,p.15)

Marcelo Soto (op. cit.,)

Os dados utilizados neste estudo cobrem o período de 1986 a 1997, incluindo na amostra 40 países em desenvolvimento, não membros da OCDE e pertencentes a diversas regiões. O autor utiliza como *proxy* da IFI os fluxos de capitais líquidos e atenção é dada ao papel do sistema financeiro doméstico na relação entre fluxos de capitais e crescimento econômico.

A metodologia utilizada pelo autor é dados de painel dinâmico e a técnica de estimação é Método dos Momentos Generalizados (leva em consideração o fato de que possivelmente

as variáveis explanatórias não sejam completamente exógenas). As variáveis utilizadas nas equações de crescimento são: i) crescimento do PNB real *per capita* como variável dependente; ii) ln do PNB *per capita* defasado de um período (utilizado como *proxy* para as condições iniciais das economias); e iii) poupança nacional bruta como proporção do PNB, importações mais exportações como proporção do PNB, consumo do governo como proporção do PNB, ln dos termos de comércio, capitalização bancária com indicador de desenvolvimento do sistema bancário doméstico, e diversas categorias de influxos de capitais, tais como, Investimento Externo Direto, Investimento de *Portfolio*, Créditos Bancários, fluxos de curto e de longo prazo, créditos comerciais, sendo todas as variáveis de influxos de capitais medidas como proporção do PNB.

Os resultados mostram que somente os influxos de Investimento Externo Direto e Investimento de *Portfolio* têm impacto positivo e estatisticamente significativo na taxa de crescimento. As outras modalidades de influxos de capitais apresentam sinais negativos e estatisticamente significativos.

Tendo em vista investigar o papel do sistema bancário doméstico na relação entre fluxos de capitais e crescimento, o autor constrói variáveis interativas utilizando o indicador de desenvolvimento do sistema bancário e as diversas modalidades de influxos de capitais. A conclusão é que os benefícios da IFI, para todos os tipos de influxos de capitais utilizados, são efetivos na presença de um sistema financeiro doméstico desenvolvido, ou seja:

Emerging economies should count with capitalized financial institutions as a precondition to fully benefit from financial integration. Indeed, high-capitalized banks are likely to make efficient resource allocation, from a private and social point of view. Thus, with healthy financial institutions developing countries can benefit from foreign lending to stimulate domestic investment. However, if domestic financial institutions are inadequately capitalized, foreign lending may stimulate resource misallocation. (SOTO, op. cit., p. 24)

Bosworth and Collins (1999)

A amostra utilizada neste estudo abrange o período 1978 a 1995, contendo dados para 62 países não desenvolvidos. A metodologia utilizada é dados de painel e a técnica econométrica utilizada é Mínimos Quadrados Ordinários. Os dados são médias de dois sub-períodos, 1978-1988 e 1989-1995.

Diferentemente dos trabalhos vistos até aqui, os autores utilizam como variáveis dependentes o crescimento do produto por trabalhador, a contribuição do capital por trabalhador e a Produtividade Total dos Fatores, ou seja,

We run similar regressions using the contributions of capital per worker, and of TFP as dependent variables. Because these two components sum to total output growth (per worker), we are able to assess whether any explanatory variable effects growth through the capital accumulation channel, the productivity channel, or some combination of the two. (BOSWORTH; COLLINS, op. cit., p.68)

As variáveis explanatórias utilizadas são: média dos anos de escolaridade da população adulta, renda *per capita* mensurada no início de cada período, expectativa de vida em 1980 e 1990, mudança nos termos de comércio, desvio padrão dos termos de comércio, consumo do governo como proporção do PIB, desvio padrão da taxa de câmbio real, influxos totais de capital e subdivididos em Investimento Externo Direto, Investimento de *Portfolio* e Empréstimos Bancários.

Não é encontrada evidência de que os influxos totais de capitais, ou influxos de *Portfolio* e Empréstimos Bancários tenham uma relação positiva e estatisticamente significativa com crescimento econômico. No entanto, é encontrada evidência que dá suporte à hipótese de que influxos de IED aumentam a taxa de crescimento do país através dos seus efeitos sobre a Produtividade Total dos Fatores, via transferência de tecnologia e *Know-how*. Desse modo o autor conclui que:

Essentially, we find no significant evidence that portfolio inflows, bank loans, or capital inflows as a whole raise growth rates – either through their effects on capital accumulation or on productivity. Interestingly, however, our results suggest that FDI inflows do tend to raise a country's rate of

output growth, working through their effects on growth in total factor productivity.
(BOSWORTH;COLLINS, op. cit., p.71)

Carkovic e Levine (2002)

Esse estudo utiliza uma amostra que cobre o período 1960-1995, com dados para 72 países, englobando países desenvolvidos e em desenvolvimento. O objetivo do trabalho é investigar a relação entre Investimento Externo Direto (e fluxos de *Portfolio*) e crescimento econômico e se essa relação depende do nível de desenvolvimento econômico dos países, estoque de capital humano, desenvolvimento do sistema financeiro doméstico e grau de abertura ao comércio internacional.

Os autores utilizam duas metodologias: i) *cross-section*, onde a técnica de estimação é Mínimos Quadrados Ordinários; e ii) modelo dinâmico de dados em painel, onde a técnica de estimação é o Método dos Momentos Generalizados. As variáveis incluídas nas equações de crescimento são: i) crescimento do PIB real *per capita* como variável dependente; ii) *variável de estado*, ln do PIB real *per capita* no começo de cada período (1960 para no *cross-section* e no começo de cada período de cinco anos para o modelo de dados de painel); iii) *variáveis de controle* (médias para o período 1960-1995 no *cross-section* e média de cinco anos não sobrepostos para o modelo de dados de painel), média dos anos de escolaridade da população em idade de trabalhar (*proxy* para capital humano), consumo do governo como proporção do PIB (*proxy* para o tamanho do governo), soma de importações mais exportações como proporção do PIB (*proxy* para a abertura ao comércio), créditos de intermediários financeiros para o setor privado como proporção do PIB (*proxy* para o desenvolvimento do sistema financeiro doméstico), *Black Market Premium*, influxos de Investimento Externo Direto e influxos de Investimento de *Portfolio*. Com relação aos fluxos de capitais foram utilizados dois bancos de dados, do Banco Mundial e FMI.

Os resultados a que chega esse estudo são sintetizados de maneira bastante clara pelos autores:

This paper finds that the exogenous component of FDI does not exert a robust, positive influence on economic growth. By accounting for simultaneity, country-specific effects, and lagged dependent variables as regressors, we reconcile the microeconomic and macroeconomic evidence. Specifically, there is not reliable cross-country empirical evidence supporting the claim that FDI per se accelerates economic growth.

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

Desse modo, a conclusão do trabalho é que Investimento Externo Direto e Investimento de *Portfolio* não exercem efeito positivo sobre o crescimento econômico e que essa relação não depende de outros fatores, ou seja, não existe uma relação causal positiva e robusta nem mesmo para países com alto grau de desenvolvimento econômico, alto grau de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, grande estoque de capital humano e alto grau e abertura ao comércio internacional. Em adição, os autores observam que esse trabalho concilia tanto as evidências a nível macroeconômico quanto a nível microeconômico, isso porque, também, "firm-level studies do not lend much support for the view that FDI accelerates overall economic growth" (CARKOVIC; LEVINE, op. cit., p. 1).

Dani Rodrik (1998)

O autor utiliza dados para 100 países desenvolvidos e em desenvolvimento, cobrindo o período 1975-1989. A metodologia utilizada é *cross-section* e a técnica de estimação Mínimos Quadrados Ordinários. O autor não leva em consideração nos cálculos econométricos a possível endogeneidade das variáveis explanatórias (entre elas o indicador de IFI). As variáveis incluídas nas equações de crescimento são: i) crescimento do PIB real *per capita* como variável dependente; ii) *variáveis de estado*, PIB *per capita* e taxa de matrícula na escola secundária (ambos mensuradas em 1975); e iii) *variáveis de controle*, índice de qualidade das instituições governamentais, *Share*₁₉₇₅₋₁₉₈₉ como indicador de IFI e

dummies para Leste Asiático, América Latina e África Sub-Saariana. A conclusão do autor é a seguinte:

The data provide no evidence that countries without capital controls have grown faster, invested more, or experienced lower inflation. Capital controls are essentially uncorrelated with long-term economic performance once we control for other determinants. (RODRIK, op. cit., p.61)

A hipótese de que a IFI teria efeitos positivos sobre o crescimento econômico de países com alto grau de desenvolvimento institucional, ou seja, que o efeito da IFI sobre o crescimento econômico depende do nível de desenvolvimento institucional dos países, também é testada pelo autor. A esse respeito Rodrik (op. cit., p. 63) conclui:

It is possible to assert that I have not carried out a fair test of the argument for removing capital controls because I have not distinguished between countries that have strong financial systems and other complementary institutions and those that do not. [...] But the logic of this view suggests that capital-account convertibility should have beneficial effects in countries with strong institutions. I find no evidence for this on the data: interacting capital-account liberalization with indices of the quality of public institutions yields insignificant (and often “wrong” – signed) coefficients.

Edison, Klein, Ricci, Sloek (2002)

A amostra utilizada no trabalho cobre o período de 1976 a 1995, com dados para 89 países, membros da OCDE e países em desenvolvimento de diversas regiões, Ásia, África e América Latina. A metodologia utilizada é *cross-section*, e são utilizadas duas técnicas econométricas, Mínimos Quadrados Ordinários e Variáveis Instrumentais (a possível endogeneidade das variáveis explanatórias é levada em consideração). As variáveis incluídas nas equações de crescimento são: i) crescimento do PIB real *per capita* como variável dependente; ii) *variáveis de estado*, medidas no início do período coberto pela amostra (1976), ln do PIB real *per capita* e ln da taxa de matrícula na escola secundária; e iii) *variáveis de controle*, média da taxa de investimento em relação ao PIB no período 1974-

1978, taxa de crescimento da população de 1976 a 1995, variável *dummy* para países da África Sub-Saariana e medidas de IFI ($Share_{76-95}$, $Quinn_{1982}$, ou $\Delta Quinn_{73-88}$).

Os cálculos econométricos não apresentam resultados consistentes quanto aos efeitos positivos da IFI sobre o crescimento econômico. Os coeficientes das variáveis $SHARE_{76-95}$ e $Quinn_{1982}$ têm *valor-p* menor que 0,01, mas o coeficiente da variável $\Delta Quinn_{73-88}$ não é estatisticamente significativo.

São estimadas também equações de crescimento para verificar se o efeito da IFI sobre o crescimento econômico difere entre países desenvolvidos (membros da OCDE) e em desenvolvimento (não membros da OCDE). Os resultados mostram que os efeitos da liberalização da conta de capital sobre o crescimento econômico são maiores e mais significativos entre os países em desenvolvimento do que nos países desenvolvidos.

O maior e o mais significativo efeito da liberalização da conta de capital sobre o crescimento econômico ocorre entre os países do Leste da Ásia. No entanto, os autores chamam a atenção para o fato de que esses resultados possam estar refletindo o fato de que os indicadores de IFI utilizados sejam *proxies* para outras características das economias. Desse modo, a conclusão do trabalho é que os efeitos da IFI sobre o crescimento econômico não são robustos para os países desenvolvidos membros da OCDE, observando efeitos mais robustos para os países do Leste da Ásia, considerando as ressalvas feitas acima.

Edison, Levine, Ricci, Sloek (op. cit.,)

Esse estudo utiliza uma amostra que cobre o período 1980-2000, com dados para 57 países, englobando países desenvolvidos e em desenvolvimento. O objetivo do trabalho é investigar se a IFI estimula o crescimento econômico e se essa relação depende do nível de desenvolvimento econômico, financeiro, institucional ou práticas de políticas macroeconômicas consideradas ‘sadias’.

Para tanto, são utilizadas duas metodologias: i) *cross-section*, utilizando Mínimos Quadrados Ordinários e Mínimos Quadrados em Dois Estágios; e ii) dados de painel dinâmico, utilizando Método dos Momentos Generalizados (exceto quando é usada a medida *SHARE*, não disponível para o período 1996-2000). As variáveis incluídas nas equações de crescimento são: i) crescimento do PIB real *per capita* como variável dependente; ii) *variáveis de estado*, ln do PIB real *per capita* e ln da média de anos de escolaridade (no *cross-section* são medidas no início do período, 1980, e no modelo de painel no começo de cada período de 5 anos); e iii) *variáveis de controle* (no *cross-section* são médias do período 1980-2000, e no modelo de painel são médias de 5 anos não sobrepostos), resultado do governo como proporção do PIB, inflação, crédito de instituições bancárias para o setor privado como proporção do PIB, indicador de desenvolvimento institucional, e indicadores de IFI – *SHARE*₁₉₈₀₋₉₆, *Influxos de Capitais*, *Estoque de Influxos de Capitais*, *Fluxos de Capitais*, *Estoque de Fluxos de Capitais*.

Os resultados encontrados não sugerem uma forte relação entre IFI e crescimento econômico. Os indicadores *SHARE*₁₉₈₀₋₉₆, *Estoque de Influxos de Capitais*, *Estoque de Fluxos de Capitais* não são significativamente relacionados a crescimento econômico em nenhuma das regressões. Desse modo, a conclusão é que:

However, since the IFI-growth relationship is consistent neither across IFI indicators nor across the different estimation procedures, we interpret the econometric results as not strongly rejecting the null hypothesis of no statistical relationship between IFI and economic growth. (EDISON; LEVINE; RICCI; SLOEK, op. cit., 21)

Os autores constroem variáveis interativas, tendo em vista testar a hipótese de que o efeito da IFI sobre o crescimento depende do nível de desenvolvimento econômico, financeiro, institucional ou prática de políticas macroeconômicas consideradas ‘sadias’, de modo que cada um dos indicadores de IFI é multiplicado por uma variável utilizada pelos autores para indicar essas condições das economias. Os resultados encontrados sugerem que IFI não exerce uma influência positiva no crescimento em países com alto nível de renda per capita, alto nível de escolaridade, alto nível de desenvolvimento do sistema bancário, alto nível de

desenvolvimento institucional bem como em países que praticam políticas macroeconômicas consideradas ‘sadias’ pela literatura convencional.

2.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Um dos pressupostos subjacentes aos argumentos em favor da IFI, é que o mercado internacional de capital aloca os recursos de forma eficiente, ou seja, não existe movimentos especulativos neste mercado – Hipótese de Mercados Eficientes. No entanto, a assunção da existência de assimetria de informação nos contratos financeiros e distorções pré-existentes no funcionamento das economias domésticas, conforme destacado por Eichengreen (op. cit.), enfraquece os pressupostos teóricos a favor da IFI. Tendo isso em vista, alguns autores chamam a atenção para o fato de que a IFI pode não resultar em estímulo ao crescimento econômico, senão até levar a uma diminuição na taxa de crescimento econômico. Portanto, o mais adequado a afirmar é que, segundo essa visão, a concretização dos potenciais benefícios da IFI dependeria do nível de desenvolvimento institucional dos países, nível de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, grau de abertura das economias ao comércio internacional e prática de políticas macroeconômicas consideradas ‘sadias’ pela literatura convencional.

Com relação aos trabalhos empíricos consultados, todos utilizam uma equação de crescimento padrão (neoclássica ou neoclássica expandida), incluindo alguma medida de IFI entre as variáveis explanatórias. Ou seja, quanto ao *framework*, não existe discrepância entre os trabalhos. As medidas de IFI utilizadas variam, desde variáveis que indicam existência ou não de restrições legais para a mobilidade de capitais, até a utilização dos próprios fluxos de capitais como indicadores. A metodologia utilizada (*cross-section, painel data*) difere entre os estudos, bem como a técnica econométrica (Mínimos Quadrados Ordinários, Mínimos Quadrados em Dois Estágios, Método dos Momentos Generalizados). Há diferença também quanto aos países incluídos na amostra, com alguns estudos englobando países desenvolvidos, outros países em desenvolvimento e alguns estudos utilizando dados para países desenvolvidos e em desenvolvimento conjuntamente.

Os resultados empíricos apresentados revelam que não existe consenso na literatura empírica suficiente para corroborar a hipótese de que existe uma relação causal positiva e robusta da IFI para o crescimento econômico. Essa ausência de consenso se verifica mesmo quando são testadas hipóteses de que os efeitos da IFI sobre o crescimento econômico dependeriam de um conjunto de pré-condições.

Entre os estudos empíricos consultados, dois merecem destaque, Carkovic e Levine (op. cit.) e Edison, Levine, Ricci e Sloek (op. cit.) - pela metodologia econométrica utilizada, técnicas de estimação, quantidade de indicadores de IFI utilizados e quantidade de hipóteses testadas. O primeiro estudo utiliza como *proxy* para IFI influxos de Investimento Externo Direto e influxos de Investimento de *Portfolio*, não encontrado evidências de que essas duas modalidades de influxos de capitais estimulam o crescimento econômico, mesmo em países com alto nível de renda, alto grau de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, grande estoque de capital humano e alto grau de abertura ao comércio internacional. O segundo estudo utiliza vários indicadores de IFI (Influxos de Capitais, Estoque de Influxos de Capitais, Fluxos de Capitais, Estoque de Fluxos de Capitais, *Share*), não encontrado evidências de uma relação causal robusta e positiva da IFI para o crescimento econômico, mesmo testando se essa relação depende de um conjunto de pré-condições, ou seja, essa relação não se verifica mesmo para países com alto nível de renda, grande estoque de capital humano, alto nível de desenvolvimento institucional e prática de políticas macroeconômicas consideradas 'sadias' pela literatura convencional.

3 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL E CRESCIMENTO ECONÔMICO: EVIDÊNCIAS PARA A AMÉRICA LATINA

3.1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste Capítulo é realizar uma investigação empírica nos moldes da literatura convencional acerca da relação entre IFI e crescimento econômico, tendo como objeto de estudo a experiência da América Latina e Caribe no período 1986-2000. Como metodologia econométrica utiliza-se um modelo dinâmico de dados em painel (*Dynamic panel data model*) estimado fazendo-se uso da abordagem proposta originalmente por Arellano e Bond (1991).

Os cálculos econométricos foram realizados utilizando o software STATA. Foram estimadas equações de crescimento tanto para uma amostra contendo países da América Latina quanto para uma amostra maior, contendo países da América Latina e Caribe conjuntamente. A definição das variáveis utilizadas, a fonte de dados e a amostra de países constam no Anexo 5 desta Dissertação.

O estudo da experiência da América Latina e Caribe utilizando dados para o período 1986-2000 tem como motivação, principalmente, dois fatores: i) o fato de que a Região, desde o final da década de 80 e mais acentuadamente ao longo da década de 90, moveu-se em direção a uma maior IFI, bem como, após uma década de escassez, recebeu grande fluxos de capitais externos; e ii) não foi possível encontrar na literatura empírica trabalhos que tivessem como objeto de estudo especificamente a experiência da Região durante esse período.

Para tanto, o presente capítulo foi organizado em 3 seções além desta introdução: i) na seção 3.2 é especificado o modelo econométrico a ser estimado e exposta de forma detalhada a técnica econométrica utilizada; ii) na seção 3.3 são apresentados e comentados os resultados dos cálculos econométricos; iii) por fim, na seção 3.4, alinham-se algumas considerações finais.

3.2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O objetivo desta seção é especificar o modelo a ser estimado e apresentar de forma detalhada a técnica econométrica utilizada.

3.2.1 Especificação do Modelo

A abordagem padrão em dados de painel parte do pressuposto de que a trajetória da taxa de crescimento é consistente com o seguinte processo (ver por exemplo SOTO, op. cit.,; REISEN et al, 2001; BAILLIU, op. cit.):

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

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

Onde $y_{i,t}$ é o logaritmo do PIB *per capita* do país i no tempo t , $X_{i,t}$ é um vetor-linha de possíveis determinantes do nível de *steady-state* mensurado no tempo t , $v_{i,t}$ é o termo aleatório e μ_i é um termo não observável específico a cada país. Bailliu (op. cit., p.11) chama a atenção para o fato de que “The country-specific effect [...] is designed to capture the determinants of a country’s growth rate that are not already controlled for by other explanatory variables. It thus accounts for unobservable characteristics that vary across countries, but not over time”².

² A especificação do modelo inclui um termo que varia no tempo e é constante entre os países, omitido nas equações apresentadas no corpo do texto com a finalidade de simplificar a apresentação. Desse modo, a especificação do termo de erro é $u_{i,t} = \mu_i + \eta_t + v_{i,t}$, onde η_t é o termo que controla para algum efeito tempo-específico não explicado pelas variáveis explanatórias incluídas na regressão. No entanto, esse termo tempo-específico foi incluído em todas as regressões estimadas, ao inserirmos variáveis *Dummies* para cada ano da amostra, umas das maneiras de incluí-lo, como bem observa Bond (2002, p.4): “In this context it is straightforward to allow for time-specific effects, common to all individuals, simply by including period-specific intercepts in the specification, or by transforming the series into deviations from period-specific means (i.e. the mean across all individuals for a particular time period).”

Os trabalhos empíricos consultados permitem observar uma *certa* flexibilidade relativamente às variáveis incluídas em $X_{i,t}$. Embora não seja possível encontrar homogeneidade quanto às variáveis incluídas em $X_{i,t}$ dentre os trabalhos empíricos consultados, é possível identificar um conjunto de variáveis que é comum a praticamente todos os trabalhos e, portanto, essas variáveis serão utilizadas neste trabalho.

Na literatura empírica acerca dos determinantes do crescimento tem sido proposto um certo conjunto de variáveis chamadas *variáveis de estado*, utilizadas como *proxies* para designar as condições iniciais das economias – estoques iniciais de capital físico e capital humano. A esse respeito Barro e Sala-i-Martin (1995, p.421) argumentam que:

The available data on physical capital seem unreliable, especially for developing countries and even relative to the measures of human capital, because they depend on arbitrary assumptions about depreciation and also rely on inaccurate measures of benchmark stocks and investment flows. As an alternative to using the limited data that are available on physical capital, we assume that, for given values of schooling and health, a Higher level of initial real per capita GDP reflects a greater stock of physical capital per person (or a larger quantity of natural resources).

Alguns trabalhos utilizam as duas variáveis, tanto *proxy* para estoque de capital físico quanto *proxy* para estoque de capital humano, enquanto outros utilizam somente *proxy* para o estoque de capital físico. A justificativa é que, “it is assumed that the information on human and physical capital stocks is already contained in the lagged level of GNP, as is implicit in the neo-classical model” (SOTO, op. cit.,p.14), ou seja, $y_{i,t-1}$ reflete as condições iniciais das economias. A hipótese de convergência condicional diz que, para dados determinantes do nível de renda de *steady-state*, países ricos mostrariam uma taxa de crescimento menor relativamente a países pobres, de modo que o parâmetro associado à

variável $y_{i,t-1}$, λ , de acordo com a teoria neoclássica, teria sinal esperado negativo (BAILLIU, op. cit., p.12)³.

Além dessas *variáveis de estado*, tem sido proposto um segundo conjunto, as variáveis contidas em $X_{i,t}$, denominadas *variáveis de controle*. As *variáveis de controle* utilizadas neste trabalho são:

i) *Investimento*: Essa variável é a formação bruta de capital fixo como proporção do PIB. É utilizada nos trabalhos empíricos como *proxy* para acumulação de capital. O sinal esperado para o efeito dessa variável, dentro desse *framework*, é positivo.

ii) *Inflação*: essa é a variável comumente utilizada em trabalhos empíricos como *proxy* para estabilidade macroeconômica. A idéia é que o aumento da taxa de inflação tem efeitos adversos sobre o crescimento econômico. Como observado por Dewan e Hussein (2001, p. 12), “The reason for this [...] is that firms and workers devote productive resources to deal with inflation. They further note that inflation uncertainty reduces efficiency by discouraging long-term contracts and increasing relative price variability”. Desse modo, dentro desse *framework*, o sinal esperado para o coeficiente associado a essa variável é negativo.

iii) *Governo*: essa variável diz respeito aos gastos do governo em consumo como proporção do PIB e na literatura empírica é utilizada como *proxy* para o tamanho do governo na economia. O sinal esperado para o coeficiente associado a essa variável, dentro desse *framework*, é negativo. Isso porque “[...] includes expenditures that do not directly affect productivity, but that entail distortions of private decisions. These distortions can reflect the governmental activities themselves and also involve the adverse effects from the associated public finance” (BARRO; SALA-I-MARTIN, op. cit., p.423).

³ Reisen et al (op. cit.,) observam que para algum país específico, o nível de renda de *steady-state*, condicional a (X, μ, η) , pode ser escrito como: $y^*(X, \mu, \eta) = -\frac{(X\beta + \mu + \eta)}{\lambda}$

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

iv) *Crédito*: Essa variável diz respeito aos créditos concedidos por instituições bancárias ao setor privado como proporção do PIB e é utilizada em trabalhos empíricos como uma *proxy* para o desenvolvimento do sistema financeiro - ver a esse respeito Carkovic e Levine (op. cit.) e Edison, Levine, Ricci e Sloek (op. cit.)⁴. A idéia é “that economies with more developed and more efficient financial systems will be able to more effectively allocate savings to the best investments, which in turn leads to increased productivity, potentially higher savings rates, and faster growth” (DEWAN; HUSSEIN, op. cit., p.15). Desse modo, dentro desse *framework*, o sinal esperado para o coeficiente associado a essa variável é positivo⁵.

v) *Comércio*: Essa variável é a soma de importações mais exportações de bens como proporção do PIB. É utilizada em trabalhos empíricos como uma medida de abertura da economia ao comércio internacional. A idéia é que a abertura ao comércio facilita a especialização na produção de bens nos quais o país está mais apto a produzir, essa especialização produz uma utilização mais eficiente dos recursos existentes, aumentando o nível de renda real. Outro canal através do qual a abertura ao comércio pode estimular o crescimento econômico é por facilitar a transferência de novas tecnologias (FRANKEL, op. cit.). Desse modo, dentro desse *framework*, o sinal esperado para o coeficiente associado a essa variável é positivo.

⁴ Levine (1997, p.705) justifica o uso dessa medida como uma *proxy* para o grau de desenvolvimento do sistema financeiro com o seguinte argumento: “The assumption underlying these measures is that financial systems that allocate more credit to private firms are more engaged in researching firms, exerting corporate control, providing risk management services, mobilizing savings, and facilitating transactions than financial systems that simply funnel credit to the government or state owned enterprises.”

⁵ Frankel (1997, p.6) identifica 4 canais através dos quais o desenvolvimento do sistema financeiro influencia o crescimento econômico: “i) First, the financial system promotes saving and investment by reducing the need for self-finance. It allows savers, by lending their funds to others, to earn higher rates of return than they otherwise would earn, while simultaneously allowing firms to borrow at low rates than the opportunity cost they would face if they had to raise the funds internally; ii) Second, the risk-sharing or risk-bearing function of financial intermediaries or securities markets permits the implementation of high-risk (but high-return) investment projects; iii) Third, the presence of a banking sector or securities markets allows the accumulation of large sums of capital. These sums might be necessary in order to finance increasing-returns-to-scale projects with large fixed costs; iv) Finally, the development of a financial system, particularly a market-oriented one, allows for more efficient allocation of investment across competing uses”.

vi) *GPCF*: Essa variável é a soma de entrada mais saídas de fluxos de capitais privados, que incluem Investimento Externo Direto, Investimento de *Portfolio* e Outros Investimentos (como proporção do PIB). Essa é a medida de Integração Financeira Internacional utilizada neste trabalho. Segundo o World Bank (2004, p.1), essa é “[...] a better measure of integration because they measure the total value of financial transaction during a given period”. Essa medida de IFI é também utilizada por Kraay (1998), Edison, Levine, Ricci, Sloek (op. cit.), e Prasad e Rogoff et alli (op. cit.).

Conforme argumentado por Edison, Levine, Ricci e Sloek (op. cit., p.7), “We examine assets plus liabilities because theoretical concepts of openness include both (i) the ability of foreigners to invest in a country and (ii) the ability of residents to invest aboard”. Da revisão da literatura empírica, espera-se que tenha ficado clara a indisponibilidade de medidas tais como a do *FMI*, *Share* e *Quinn*, para o período e países cobertos por esse trabalho. Desse modo, a medida de IFI utilizada neste trabalho, está de acordo com a literatura empírica que investiga a relação entre IFI e crescimento econômico.

O sinal esperado para o coeficiente associado a esse indicador de IFI é exatamente a hipótese a ser testada neste Capítulo, ou seja, os argumentos da teoria convencional segundo os quais a IFI estimula o crescimento econômico e, desse modo, dentro desse *framework*, o sinal esperado para o coeficiente associado a essa variável é positivo. Além disso, conforme exposto no Capítulo 2, alguns autores argumentam que os efeitos positivos da IFI sobre o crescimento econômico dependeriam da existência de um sistema financeiro desenvolvido, certo grau abertura ao comércio internacional, estabilidade macroeconômica e prática de políticas macroeconômicas consideradas sadias. Essas hipóteses serão testadas através da construção de variáveis de interação entre o indicador de IFI (*GPCF*) e o indicador de abertura ao comércio internacional (*Comércio*), desenvolvimento do sistema financeiro doméstico (*Crédito*), políticas macroeconômicas consideradas sadias (*Governo*) e estabilidade macroeconômica (*Inflação*).

3.2.2 Apresentação Detalhada da Metodologia Econométrica

Neste estudo utiliza-se um modelo dinâmico de dados em painel (*dynamic panel data model*). A motivação para o uso dessa metodologia é a possibilidade de levar em consideração os seguintes aspectos (ver Bond et alii, 2001): i) a dimensão temporal dos dados; ii) efeitos não observáveis específicos a cada país; iii) inclusão da variável dependente defasada entre as variáveis explanatórias; e iv) o fato de que provavelmente as variáveis explanatórias não sejam completamente exógenas, o que é sobremaneira ressaltado nos estudos empíricos consultados.

O que caracteriza a relação dinâmica é a presença da variável dependente defasada entre os regressores. Isso fica claro reescrevendo a equação (1) da seguinte forma:

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

onde $\gamma = 1 + \lambda$ e, lembrando a definição de $u_{i,t}$ na equação (2), $\mu_i \sim IID(0, \sigma_\mu^2)$ e $v_{i,t} \sim IID(0, \sigma_v^2)$ independentes um do outro e entre eles mesmos. Começaremos por examinar alguns dos problemas resultantes da inclusão da variável dependente defasada entre as variáveis explanatórias⁶.

Desde que $y_{i,t}$ é uma função de μ_i , $y_{i,t-1}$ é também uma função de μ_i . Portanto, $y_{i,t-1}$, uma das variáveis explanatórias na equação (3), é correlacionado com o termo de erro, o que torna os estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários viesados e inconsistentes, mesmo que os $v_{i,t}$ não sejam serialmente correlacionados.

⁶ Nos trabalhos empíricos consultados é frequente a referência à possibilidade de que as variáveis explicativas do crescimento econômico não sejam completamente exógenas, ou seja, admite-se que essas variáveis sejam predeterminadas ao invés de estritamente exógenas, com $E(X_{i,t} v_{i,s}) \neq 0$ para $s < t$, e zero de outra maneira, pressuposto que é feito aqui. Para maiores detalhes ver Bailliu (op. cit.), Edison, Klein, Ricci e Sloek (op. cit.), Edison, Levine, Ricci e Sloek (op. cit.), McLean e Shrestha (op. cit.), Soto (op. cit.), Reisen et al (op. cit.) e Carkovic e Levine (op. cit.).

Para o estimador de Efeitos Fixos, a “*Within transformação*” elimina os efeitos específicos a cada país, μ_i , mas $(y_{i,t-1} - \bar{y}_{i,-1})$, onde $\bar{y}_{i,-1} = \sum_{t=2}^T y_{i,t-1} / (T-1)$, será correlacionado com $(v_{i,t} - \bar{v}_i)$, mesmo que os $v_{i,t}$ não sejam serialmente correlacionados, isso porque $y_{i,t-1}$ é correlacionado com \bar{v}_i por construção. Portanto, para um painel típico onde N é grande e T é fixo, o “*Within*” estimador é viesado e inconsistente, ou, como argumenta Baltagi (1995, p.126), somente se $T \rightarrow \infty$ o estimador “*Within*” será consistente para o modelo dinâmico. O mesmo problema ocorre com o estimador de Mínimos Quadrados Generalizados para o Modelo de Efeitos Aleatórios pois, para aplicar Mínimos Quadrados Generalizados, é necessário transformar as variáveis, de modo que $(y_{i,t-1} - \theta \bar{y}_{i,-1})$ será correlacionado com $(u_{i,t} - \theta \bar{u}_{i,-1})$. Para maiores detalhes ver Baltagi (op. cit., p.126) e Bond (op. cit.).

Uma transformação alternativa que elimina os efeitos específicos μ_i e não cria os problemas acima aludidos é sugerida por Anderson e Hsiao (1981, apud BALTAGI, op. cit., p. 126). Consiste em fazer a primeira diferença da equação (3) para eliminar μ_i e então usar $\Delta y_{i,t-2} = (y_{i,t-2} - y_{i,t-3})$ ou simplesmente $y_{i,t-2}$ como instrumento para $\Delta y_{i,t-1} = (y_{i,t-1} - y_{i,t-2})$. Esses instrumentos não serão correlacionados com $\Delta v_{it} = v_{i,t} - v_{i,t-1}$, desde que os $v_{i,t}$ não sejam eles mesmos correlacionados. Esse método de estimação de Variáveis Instrumentais (IV) leva a estimativas consistentes dos parâmetros, mas não necessariamente eficientes, porque não faz uso de todas as condições de momento disponíveis, ao passo que também não leva em consideração a estrutura em primeira diferença do termo de erro.

Arellano e Bond (op. cit.,) argumentam que instrumentos adicionais podem ser obtidos em um modelo dinâmico de dados em painel utilizando as condições de ortogonalidade que existem entre os valores defasados de $y_{i,t}$ e os $v_{i,t}$. Para obter estimadores consistentes

dos parâmetros quando $N \rightarrow \infty$ e T é fixo, fazemos a primeira diferença da equação (3) para eliminar os efeitos específicos:

$$(\mathbf{y}_{i,t} - \mathbf{y}_{i,t-1}) = \gamma(\mathbf{y}_{i,t-1} - \mathbf{y}_{i,t-2}) + (\mathbf{X}_{i,t} - \mathbf{X}_{i,t-1})\beta + (\mathbf{v}_{i,t} - \mathbf{v}_{i,t-1}) \quad (4)$$

Note que $(\mathbf{v}_{i,t} - \mathbf{v}_{i,t-1})$ é MA(1) com raiz unitária. Para o primeiro período, ou seja, $t = 3$, temos:

$$\mathbf{y}_{i3} - \mathbf{y}_{i2} = \gamma(\mathbf{y}_{i2} - \mathbf{y}_{i1}) + (\mathbf{X}_{i3} - \mathbf{X}_{i2}) + (\mathbf{v}_{i3} - \mathbf{v}_{i2})$$

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

$$\mathbf{y}_{i4} - \mathbf{y}_{i3} = \gamma(\mathbf{y}_{i3} - \mathbf{y}_{i2}) + (\mathbf{X}_{i4} - \mathbf{X}_{i3}) + (\mathbf{v}_{i4} - \mathbf{v}_{i3})$$

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

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

Antes de continuarmos, é necessário ressaltar que esse procedimento de variáveis instrumentais não leva em consideração a estrutura diferenciada do termo de erro em (4).

Como pode ser observado:

$$E(\Delta \mathbf{v}_i \Delta \mathbf{v}_i') = \sigma_v^2 (I_N \otimes H) \quad (6)$$

Onde $\Delta \mathbf{v}_i' = (v_{i3} - v_{i2}, \dots, v_{iT} - v_{i,T-1})$ e

$$H = \begin{vmatrix} 2 & -1 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ -1 & 2 & -1 & \dots & 0 & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots & \vdots \\ 0 & 0 & 0 & \dots & 2 & -1 \\ 0 & 0 & 0 & \dots & -1 & 2 \end{vmatrix}$$

é $(T-2) \times (T-2)$, desde que $\Delta \mathbf{v}_i$ é MA(1) com raiz unitária.

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

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

Onde V_N é uma matriz de ponderação da seguinte forma:

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

O estimador resultante é o “*two-step Arellano-Bond (1991) GMM estimator*”, onde os $(\Delta \hat{v}_i)$ são consistentes estimativas da 1ª diferença dos resíduos obtidos de um estimador consistente preliminar. Como ressalta Baltagi (op.cit, p128), esse estimador GMM não requer nenhum conhecimento concernente às condições iniciais ou distribuição de $v_{i,t}$ e μ_i .

Sob o pressuposto de homocedasticidade dos v_{it} , a estrutura do modelo em primeira diferença implica que um estimador GMM assintoticamente equivalente pode ser obtido, utilizando ao invés de V_N , a seguinte matriz de ponderação:

$$V_{N1} = \left[\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (W'_i H W_i) \right]^{-1} \quad (9)$$

O estimador resultante é o “*one-step Arellano-Bond (1991) GMM estimator*”, onde H é a matriz definida acima. Como notado por Bond (op. cit., p.9), “this suggests that the one-step estimator using V_{N1} is a reasonable choice for the initial consistent estimator used to compute the optimal weight matrix V_N and hence to compute the two-step estimator”. Essa observação também é feita por Baltagi (op. cit., p.128), sugerindo que para operacionalizar o “*two-step Arellano-Bond (1991) GMM estimator*”, Δv é substituído por resíduos diferenciados obtidos do estimador consistente preliminar “*one-step Arellano-Bond (1991) GMM estimator*” definido acima.

Arellano e Bond (op. cit.,) propõem uma estatística para testar a hipótese nula de que não existe correlação serial de segunda ordem na equação em diferença. Como argumenta Baltagi (op. cit., p.131), esse teste é importante porque a consistência do estimador GMM depende do fato de que $E[\Delta \mathbf{v}_{it} \Delta \mathbf{v}_{i,t-2}] = 0$. A estatística de teste é a equação (8) de Arellano e Bond (op. cit.,) e não será reproduzida aqui.

Outro teste também é sugerido por Arellano e Bond (op. cit.,), cujo objetivo é avaliar a validade das condições de momento usadas no estimador GMM, o “Sargan’s test”. Para o estimador GMM da equação em primeira diferença, esse teste, sob a hipótese nula de que as condições de momento são válidas, é dado por (ver ARELLANO e BOND, op. cit.,; BOND, op. cit.,; BLUNDELL et. alli, 2000; BALTAGI, op.cit.,, p.132):

$$S \text{ arg} = \Delta \hat{\mathbf{v}}' \mathbf{W} \left[\sum_{i=1}^N \mathbf{W}'_i (\Delta \hat{\mathbf{v}}_i) (\Delta \hat{\mathbf{v}}_i \mathbf{W}_i) \right]^{-1} \mathbf{W}' (\Delta \hat{\mathbf{v}}) \sim \chi^2_{p-k-1} \quad (10)$$

Onde p é o número de colunas da matriz \mathbf{W} e $\Delta \hat{\mathbf{v}}$ são os resíduos estimados obtidos do “two-step Arellano-Bond (1991) GMM estimator”.

Por fim, creio ter ficado claro que essa abordagem econométrica, recapitulando, permite levar em consideração os seguintes aspectos: i) a dimensão temporal dos dados; ii) efeitos não observados específicos a cada país; iii) inclusão da variável dependente defasada entre as variáveis explanatórias; e iv) o fato de que provavelmente todas as variáveis explanatórias não sejam completamente exógenas.

3.3 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS ECONOMÉTRICOS

O objetivo desta seção é apresentar os resultados econométricos. A apresentação será feita da seguinte maneira: i) serão apresentados os resultados referentes aos cálculos econométricos que testam a hipótese de que a IFI estimula crescimento econômico; e ii) serão apresentados os resultados referentes aos cálculos econométricos que testam a

hipótese de que o efeito da IFI sobre a taxa de crescimento econômico depende da existência de um sistema financeiro desenvolvido, abertura ao comércio internacional, estabilidade macroeconômica e prática de políticas macroeconômicas consideradas ‘sadias’.

Preliminarmente, a observação da matriz de correlações (Tabela 3.1 a seguir) mostra resultados interessantes quanto à associação entre as variáveis: i) o indicador de IFI, *GPCF*, apresenta uma correlação negativa com a taxa de crescimento econômico do PIB real *per capita*; ii) observa-se uma correlação também negativa entre o indicador de IFI e a variável *Investimento*; e iii) a maior correlação observada é entre a variável *Investimento* e a variável *Comércio*, 0,59.

Tabela 3.1

Correlações de Pearson

	Crescimento	Inflação	Comércio	Governo	Investimento	Crédito	GPCF
Crescimento	1,0000						
Inflação	-0,2830	1,0000					
Comércio	0,2730	-0,2050	1,0000				
Governo	0,0890	-0,0670	0,3820	1,0000			
Investimento	0,1820	-0,1030	0,5920	0,3650	1,0000		
Crédito	0,0890	0,0040	0,2000	0,5300	0,4460	1,0000	
GPCF	-0,2260	-0,0420	-0,0890	0,1980	-0,0630	0,1920	1,0000

Notas:

a: Coeficientes significativos a 1% em negrito.

b: Para o cálculo da matriz de correlações foram utilizadas 315 observações (período de 15 anos para 21 países).

Como poderá ser observado, para todos os cálculos econométricos apresentados ao longo do Capítulo (Tabelas 3.2 a 3.6), não rejeitamos a hipótese nula de que as condições de momento utilizadas no estimador GMM são válidas (*Sargan's test*), assim como não rejeitamos a hipótese nula de que não existe correlação serial de segunda ordem (*Arellano-Bond test*). Ou seja, a especificação do modelo não foi rejeitada em nenhuma equação estimada. São apresentados resultados tanto para uma amostra contendo países da América Latina quanto para uma amostra contendo países da América Latina e Caribe conjuntamente, de modo que para cada uma dessas duas amostras são apresentadas em cada tabela duas colunas (A e B).

3.3.1 Integração Financeira Internacional e Crescimento Econômico

Os cálculos econométricos reportados nessa sub-seção (Tabela 3.2 abaixo) testam a hipótese de que a IFI estimula o crescimento econômico. Nas colunas (A) da Tabela 3.2 a variável *Investimento* é incluída entre as variáveis explanatórias, com o objetivo de verificar o efeito da IFI sobre o crescimento econômico além dos seus efeitos sobre a taxa de investimento. Nas colunas (B) da Tabela 3.2, a variável *Investimento* é excluída das regressões, permitindo observar o efeito da IFI sobre o crescimento econômico, incluído o efeito da IFI sobre a taxa de investimento (far-se-á o mesmo para todos os resultados a serem apresentados nas sub-seções seguintes).

Tabela 3.2
Integração Financeira Internacional e Crescimento Econômico
(Variável Dependente: Taxa de Crescimento do PIB Real)

Variáveis Explanatórias	América Latina		América Latina e Caribe	
	A	B	A	B
Ln GDP	0,82966 (0,032)*	0,86322 (0,032)*	0,82271 (0,027)*	0,83881 (0,027)*
Inflação	-0,00001 (0,000)*	-0,00002 (0,000)*	-0,00002 (0,000)*	-0,00002 (0,000)*
Comércio	0,00606 (0,028)	0,01013 (0,029)	0,02472 (0,021)	0,04161 (0,019)**
Governo	0,13267 (0,116)	0,03448 (0,117)	0,05371 (0,102)	-0,01917 (0,101)
Investimento	0,26183 (0,898)*		0,15168 (0,062)**	
Crédito	-0,01560 (0,022)	0,00714 (0,021)	0,00906 (0,021)	0,01613 (0,021)
GPCF	-0,02574 (0,005)*	-0,02827 (0,005)*	-0,02565 (0,005)*	-0,02653 (0,005)*
Sargan Test (valor-p)	1,0000	0,9993	0,9722	0,5480
Arell.-Bond Test (valor -p)	0,1785	0,1258	0,3708	0,3009
Nº de Observações	208	208	273	273

Notas:

a: Constante não reportada presente em todas as regressões.

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

c: Desvio-Padrão de todas as variáveis explanatórias em parênteses.

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

e: Dummies anuais presentes em todas as regressões, ou seja, Two-Way Error Component Model Regression Model.

O sinal esperado para o coeficiente associado à variável *GPCF*, de acordo com a teoria convencional, é positivo, o que significaria que a IFI estimula o crescimento econômico. No entanto, como pode ser observado na Tabela 3.2, o coeficiente associado à variável *GPCF* tem sinal negativo e estatisticamente significativo a 1% (tanto para a amostra de países da América Latina quanto para a amostra contendo países da América Latina e Caribe). Ou seja, o efeito da variável *GPCF* sobre a taxa de crescimento do PIB real *per capita* é negativo e estatisticamente significativo. Portanto, de acordo com os resultados encontrados para essa amostra de países, período e metodologia econométrica utilizada, rejeitamos a hipótese de que a IFI estimula o crescimento econômico, sugerindo um efeito adverso e estatisticamente significativo sobre a taxa de crescimento do PIB real *per capita*.

3.3.2 Integração Financeira Internacional, Crescimento Econômico e Abertura ao Comércio Internacional

Os cálculos econométricos apresentados nesta sub-seção testam a hipótese de que o efeito da IFI sobre o crescimento econômico dependeria do grau de abertura dos países ao comércio internacional. Como exposto no Capítulo 2, alguns autores argumentam que na presença de distorções em relação ao comércio internacional, a IFI pode ter efeitos adversos sobre o crescimento econômico, isso porque na presença de barreiras ao comércio os fluxos de capitais podem exacerbar a má alocação de capital entre setores intensivos em capital e setores intensivos em trabalho, levando a uma alocação ineficiente dos recursos externos.

Essa hipótese é testada, como em Carkovic e Levine (op. cit.), construindo uma variável interativa entre o indicador de IFI e o indicador de abertura ao comércio (*GPCF x Comércio*), o que equivale a testar se à medida que a economia se torna mais aberta ao comércio internacional o efeito da IFI sobre o crescimento econômico é potencializado e, portanto, de acordo com a literatura convencional, espera-se que o sinal do coeficiente associado a essa variável interativa seja positivo e estatisticamente significativo. A Tabela 3.3 a seguir apresenta os resultados encontrados.

Tabela 3.3

Integração Financeira, Crescimento Econômico e Abertura Comercial

(Variável Dependente: Taxa de Crescimento do PIB Real)

Variáveis Explanatórias	América Latina		América Latina e Caribe	
	A	B	A	B
Ln GDP	0,82238 (0,031)*	0,85780 (0,031)*	0,82544 (0,027)*	0,83341 (0,027)*
Inflação	-0,00001 (0,000)*	-0,00002 (0,000)*	-0,00002 (0,000)*	-0,00002 (0,000)*
Comércio	-0,00898 (0,030)	-0,00637 (0,032)	0,00985 (0,022)	0,01911 (0,022)
Governo	0,12018 (0,115)	0,03401 (0,116)	0,01723 (0,102)	-0,03720 (0,100)
Investimento	0,25969 (0,089)*		0,13106 (0,064)**	
Crédito	-0,01481 (0,021)	0,00816 (0,021)	0,00655 (0,020)	0,01280 (0,020)
GPCF	-0,03675 (0,021)***	-0,04540 (0,021)**	-0,04260 (0,017)**	-0,05311 (0,017)*
GPCF x Comércio	0,05151 (0,093)	0,07918 (0,096)	0,07667 (0,078)	0,12137 (0,075)
Sargan Test (valor-p)	1,0000	1,0000	0,9996	0,9427
Arell.-Bond Test (valor-p)	0,1727	0,1184	0,3557	0,2911
Nº de Obs.	208	208	273	273

Notas:

a: Constante não reportada presente em todas as regressões.

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

c: Desvio-Padrão de todas as variáveis explanatórias em parênteses.

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

e: Dummies anuais presentes em todas as regressões, ou seja, Two-Way Error Component Model Regresson Model.

Antes de comentar os resultados concernentes à variável interativa *GPCF x Comércio*, é necessário chamar a atenção para uma regularidade encontrada nos cálculos econométricos com relação à variável *Comércio* – não obstante o coeficiente associado a essa variável ter sinal positivo, não é estatisticamente significativo a 10% para a amostra de países da América Latina em nenhuma das regressões reportadas neste Capítulo (Tabelas 3.2 a 3.6). Ou seja, o efeito dessa variável sobre o crescimento do PIB real *per capita* não é estatisticamente significativo a 10%.

Quanto à variável interativa *GPCF x Comércio*, como pode ser observado na Tabela 3.3, o sinal do coeficiente associado a ela apresenta sinal positivo. No entanto, o efeito dessa

variável sobre a taxa de crescimento do PIB real *per capita* não é estatisticamente significativo a 10%. Desse modo, os resultados encontrados nos cálculos econométricos reportados na Tabela 3.3 não corroboram a hipótese de que o efeito da IFI sobre o crescimento econômico depende do grau de abertura das economias ao comércio internacional (tanto para a amostra de países da América Latina quanto para a amostra contendo países da América Latina e Caribe).

3.3.3 Integração Financeira Internacional, Crescimento Econômico e Sistema Financeiro

O resultados apresentados nessa sub-seção testam a hipótese de que o efeito da IFI sobre o crescimento econômico depende do grau de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico. A idéia, exposta no Capítulo 2, é de que a IFI na presença de um setor financeiro desenvolvido pode ter seus efeitos sobre o crescimento econômico potencializados, isso porque um sistema financeiro desenvolvido seria mais eficiente em converter recursos externos em investimentos produtivos e mais hábil para alocá-los nos projetos de investimento mais produtivos. Caso contrário, a IFI na presença de um sistema financeiro doméstico pouco desenvolvido pode exacerbar problemas decorrentes da existência de assimetrias de informação, levando a uma alocação ineficiente dos recursos externos e, desse modo, podendo ter efeito adverso sobre o crescimento econômico (BAILLIU, op. cit.).

Para testar essa hipótese - como em Carkovic e Levine (op. cit.) e Edison, Levine, Ricci, Sloek (op. cit.) - foi construída uma variável interativa entre o indicador de IFI e o indicador de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico ($GPCF \times Crédito$), o que equivale a testar se à medida que aumenta o grau de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico o efeito da IFI sobre o crescimento econômico é potencializado e, portanto, de acordo com a literatura convencional, o sinal esperado para o coeficiente associado a essa variável interativa é positivo e seu efeito estatisticamente significativo. A Tabela 3.4 abaixo apresenta os resultados dos cálculos econométricos.

Tabela 3.4

Integração Financeira, Crescimento Econômico e Sistema Financeiro

(Variável Dependente: Taxa de Crescimento do PIB Real)

Variáveis Explanatórias	América Latina		América Latina e Caribe	
	A	B	A	B
Ln GDP	0,82448 (0,031)*	0,86410 (0,032)*	0,82447 (0,027)*	0,83913 (0,027)*
Inflação	-0,00001 (0,000)*	-0,00002 (0,000)*	-0,00002 (0,000)*	-0,00002 (0,000)*
Comércio	-0,00656 (0,027)	0,00024 (0,029)	0,01979 (0,021)	0,03833 (0,019)**
Governo	0,07311 (0,117)	-0,01454 (0,120)	0,03371 (0,103)	-0,02690 (0,103)
Investimento	0,36083 (0,096)*		0,17684 (0,066)*	
Crédito	0,00786 (0,024)	0,02110 (0,024)	0,18323 (0,024)	0,01425 (0,024)
GPCF	0,05471 (0,034)	0,00205 (0,032)	0,00717 (0,034)	-0,02324 (0,032)
GPCF x Crédito	-0,18388 (0,077)**	-0,06977 (0,074)	-0,07625 (0,077)	-0,00826 (0,073)
Sargan Test (valor-p)	1,0000	1,0000	0,9999	0,9704
Arell.-Bond Test (valor-p)	0,1757	0,1113	0,3624	0,3024
Nº de Observações	208	208	273	273

Notas:

a: Constante não reportada presente em todas as regressões.

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

c: Desvio-Padrão de todas as variáveis explanatórias em parênteses.

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

e: Dummies anuais presentes em todas as regressões, ou seja, Two-Way Error Component Model Regresson Model.

Antes de qualquer coisa, é necessário comentar uma regularidade encontrada em todos os cálculos econométricos quanto à variável *Crédito* - o efeito dessa variável sobre a taxa de crescimento do PIB real *per capita* não é estatisticamente significativo a 10% (tanto para a amostra de países da América Latina quanto para a amostra de países da América Latina e Caribe), sendo que, em algumas regressões, o sinal do coeficiente associado a ela é negativo.

Quanto à variável interativa *GPCF x Crédito*, como pode ser observado na Tabela 3.4, o coeficiente associado a ela apresenta sinal negativo, o que é contraditório ao esperado pela

literatura convencional. No entanto, o efeito dessa variável sobre a taxa de crescimento do PIB real *per capita* não é estatisticamente significativo em nenhuma das regressões (tanto na amostra de países da América Latina quanto na amostra de países da América Latina e Caribe). Portanto, os resultados dos cálculos econométricos não corroboram a hipótese de que o efeito da IFI sobre o crescimento econômico dependa do grau de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico.

3.3.4 Integração Financeira Internacional, Crescimento Econômico e Políticas Macroeconômicas Sadias

A literatura empírica consultada utiliza como *proxy* para a prática de políticas macroeconômicas consideradas ‘sadias’ a participação do governo na economia, ou seja, dentro desse *framework*, quanto menor a participação do governo mais saudável é a política macroeconômica e menos distorções serão geradas, proporcionando uma alocação mais eficiente dos recursos e, dessa maneira, estimulando o crescimento econômico.

Eichengreen et alli (op. cit.) sugere como pré-requisito para potencializar os efeitos positivos da IFI sobre o crescimento econômico a prática de políticas macroeconômicas consideradas ‘sadias’. Para testar essa hipótese, é construída uma variável interativa entre o indicador de IFI e a *proxy* para o tamanho do governo na economia, a variável *Governo*. A idéia é que o aumento da participação do governo na economia, ao gerar distorções, tende a diminuir os possíveis efeitos positivos da IFI sobre o crescimento econômico e, portanto, o sinal esperado para o coeficiente associado a essa variável interativa ($GPCF \times Governo$), dentro desse *framework*, é negativo e estatisticamente significativo - essa hipótese também é testada por Edison, Levine, Ricci e Sloek (op. cit.). A Tabela 3.5 abaixo apresenta os resultados encontrados.

Tabela 3.5

Integração Financeira, Crescimento Econômico e Pol. Macroeconômicas*(Variável Dependente: Taxa de Crescimento do PIB Real)*

Variáveis Explanatórias	América Latina		América Latina e Caribe	
	A	B	A	B
Ln GDP	0,82540 (0,031)*	0,86404 (0,031)*	0,82636 (0,027)*	0,84201 (0,027)*
Inflação	-0,00001 (0,000)*	-0,00002 (0,000)*	-0,00002 (0,000)*	-0,00002 (0,000)*
Comércio	-0,00066 (0,028)	0,00163 (0,029)	0,02335 (0,021)	0,39938 (0,019)**
Governo	0,10055 (0,121)	-0,00190 (0,122)	0,02968 (0,109)	-0,03998 (0,109)
Investimento	0,27229 (0,089)*		0,15598 (0,062)**	
Crédito	-0,01301 (0,022)	0,01032 (0,021)	0,00736 (0,021)	0,01264 (0,021)
GPCF	-0,05156 (0,050)	-0,04635 (0,052)	-0,04455 (0,051)	-0,03545 (0,052)
GPCF x Governo	0,12276 (0,235)	0,08588 (0,243)	0,08779 (0,239)	0,04071 (0,240)
Sargan Test (valor-p)	1,0000	1,0000	0,9998	0,9657
Arell.-Bond Test (valor-p)	0,2009	0,1315	0,3808	0,3028
Nº de Observações	208	208	273	273

Notas:

a: Constante não reportada presente em todas as regressões.

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

c: Desvio-Padrão de todas as variáveis explanatórias em parênteses.

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

e: Dummies anuais presentes em todas as regressões, ou seja, Two-Way component of error model.

e: Dummies anuais presentes em todas as regressões, ou seja, Two-Way Error Component Model Regression Model.

Antes de comentar os resultados referentes à variável interativa *GPCF x Governo*, é necessário chamar a atenção para uma regularidade encontrada em todos os cálculos econométricos em relação à variável *Governo* - utilizada como *proxy* para o tamanho do governo na economia, seu efeito sobre a taxa de crescimento do PIB real *per capita* não é estatisticamente significativo em nenhuma das regressões (tanto para a amostra de países da América Latina quanto para a amostra de países da América Latina e Caribe).

Como pode ser observado na Tabela 3.5 acima, o coeficiente associado à variável interativa *GPCF x Governo* apresenta sinal contraditório ao esperado pela literatura convencional, ou seja, o sinal esperado do coeficiente era negativo. No entanto, o efeito dessa variável sobre a taxa de crescimento do PIB real *per capita* não é estatisticamente significativo (tanto na amostra de países da América Latina quanto na amostra de países da América Latina e Caribe). Portanto, os resultados encontrados não corroboram a hipótese de que o efeito da IFI sobre o crescimento econômico dependa da prática de políticas macroeconômicas consideradas ‘sadias’ pela literatura convencional.

3.3.5 Integração Financeira Internacional, Crescimento Econômico e Estabilidade

Por fim, a última hipótese a ser testada é se o efeito da IFI sobre o crescimento econômico depende da estabilidade macroeconômica. Essa hipótese é testada construindo uma variável interativa entre o indicador de IFI e a variável *Inflação, proxy* para estabilidade macroeconômica. A ideia é que o aumento da instabilidade macroeconômica tende a diminuir os potenciais benefícios da IFI e, portanto, o sinal esperado para o coeficiente associado a essa variável interativa é negativo - ver Edison, Levine, Ricci e Sloek (op. cit.). A Tabela 3.6 abaixo apresenta os resultados.

Antes de comentar os resultados referentes à variável *GPCF x Inflação*, é necessário observar que para todos os cálculos econométricos realizados, o sinal do coeficiente associado à variável *Inflação* é negativo e estatisticamente significativo. Ou seja, o efeito da variável *Inflação, proxy* para a estabilidade macroeconômica, sobre a taxa de crescimento do PIB real *per capita* é negativo e estatisticamente significativo (tanto para a amostra de países da América Latina quanto para a amostra de países da América Latina e Caribe).

Como pode ser observado na Tabela 3.6, o coeficiente associado à variável interativa *GPCF x Inflação* tem sinal negativo, o que está de acordo ao esperado pela literatura convencional. No entanto, o efeito dessa variável sobre o crescimento do PIB real *per capita* não é estatisticamente significativo a 10% . Portanto, os resultados dos cálculos

econométricos não corroboram a hipótese de que o efeito da IFI sobre o crescimento econômico dependa da estabilidade macroeconômica (tanto para a amostra de países da América Latina quanto para a amostra de países da América Latina e Caribe).

Tabela 3.6

Integração Financeira, Crescimento Econômico e Estabilidade

(Variável Dependente: Taxa de Crescimento do PIB Real)

Variáveis Explanatórias	América Latina		América Latina e Caribe	
	A	B	A	B
Ln GDP	0,82195 (0,031)*	0,85376 (0,031)*	0,81902 (0,027)*	0,83182 (0,027)*
Inflação	-0,00001 (0,000)***	-0,00001 (0,000)***	-0,00001 (0,000)**	-0,00001 (0,000)**
Comércio	0,00051 (0,027)	0,00386 (0,028)	0,02095 (0,020)	0,03591 (0,019)***
Governo	0,09889 (0,118)	-0,00767 (0,116)	0,02051 (0,103)	-0,05084 (1,101)
Investimento	0,25717 (0,090)*		0,14589 (0,062)**	
Crédito	-0,01063 (0,022)	0,01417 (0,021)	0,01074 (0,021)	0,01848 (0,021)
GPCF	-0,02495 (0,005)*	-0,02713 (0,005)*	-0,02518 (0,005)*	-0,02588 (0,005)*
GPCF x Inflação	-0,00007 (0,000)	-0,00011 (0,000)	-0,00008 (0,000)	-0,00011 (0,000)
Sargan Test (valor-p)	1,0000	1,0000	0,9998	0,9603
Arell.-Bond Test (valor-p)	0,2327	0,1904	0,4749	0,4298
Nº de Observações	208	208	273	273

Notas:

a: Constante não reportada presente em todas as regressões.

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

c: Desvio-Padrão de todas as variáveis explanatórias em parênteses.

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

e: Dummies anuais presentes em todas as regressões, ou seja, Two-Way Error Component Model Regression Model.

3.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No presente Capítulo fez-se uma investigação empírica nos moldes da literatura convencional acerca da relação entre IFI e crescimento econômico, tendo como objeto de

estudo a experiência de 21 países da América Latina e Caribe e utilizando dados para o período 1986-2000.

Como procedimentos metodológicos, utilizou-se uma equação de crescimento padrão (neoclássica), um modelo dinâmico de dados em painel estimado pela técnica sugerida por Arellano e Bond (op. cit.) e como indicador de IFI utilizou-se a variável *GPCF*. Portanto, do ponto de vista dos procedimentos metodológicos, o trabalho está de acordo com a literatura empírica que investiga a relação entre IFI e crescimento econômico.

Controlando para outros possíveis determinantes do crescimento econômico, os resultados encontrados (para essa amostra de países, período e indicador utilizado como *proxy* para o grau de integração financeira dos países) não corroboram a hipótese de uma relação causal positiva e robusta da IFI para o crescimento econômico, mesmo deixando o indicador de IFI variar junto com o indicador de abertura ao comércio internacional (*Comércio*), desenvolvimento do sistema financeiro doméstico (*Crédito*), prática de políticas macroeconômicas consideradas ‘sadias’ pela literatura convencional (*Governo*) e estabilidade macroeconômica (*Inflação*). Pelo contrário, os resultados dos cálculos econométricos sugerem que a IFI tem um efeito adverso e estatisticamente significativo sobre a taxa de crescimento do PIB real *per capita*.

A revisão da literatura feita no Capítulo 2 desta dissertação e os cálculos econométricos apresentados neste Capítulo sugerem que não existe consenso na literatura empírica suficiente para corroborar a hipótese de que a IFI estimula o crescimento econômico, mesmo quando, nessa relação, é levada em consideração a possibilidade de que os efeitos da IFI dependam de um conjunto de pré-condições.

Tendo isso em vista, no próximo Capítulo far-se-á, primeiro, uma reavaliação da literatura empírica, cujo objetivo é verificar quais argumentos podem ser encontrados dentro da literatura convencional para explicar essa ausência de evidências empíricas robustas e, segundo, far-se-á um exame crítico acerca da robustez teórica dos argumentos que

sublinham diversos canais através dos quais a IFI potencialmente estimularia o crescimento econômico.

4 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL E CRESCIMENTO ECONÔMICO: AVALIAÇÃO CRÍTICA DA LITERATURA CONVENCIONAL

4.1 INTRODUÇÃO

A revisão da literatura apresentada no Capítulo 2 desta Dissertação e os resultados dos cálculos econométricos apresentados no Capítulo 3, permitem, *no mínimo*, levantar dúvidas acerca da robustez das hipóteses da literatura convencional segundo as quais a Integração Financeira Internacional (doravante denominada IFI) estimularia o crescimento econômico.

Nos dois Capítulos precedentes percorreu-se estritamente o âmbito da literatura convencional e limitou-se a apresentar: i) os argumentos teóricos acerca da relação entre IFI e crescimento econômico; ii) os resultados encontrados na literatura empírica; e iii) fez-se uso do instrumental analítico utilizado pela literatura convencional com o propósito de investigar a experiência da América Latina e Caribe utilizando dados para o período 1986-2000.

No presente Capítulo, os objetivos são: i) correndo o risco de redundância, examinar quais argumentos são utilizados, dentro da literatura convencional, para explicar a ausência de evidências empíricas robustas quanto a uma relação causal positiva da IFI para o crescimento econômico; e ii) examinar de forma crítica os fundamentos teóricos subjacentes à análise da literatura convencional acerca do assunto, primeiro no âmbito desta própria literatura e, segundo, tendo como auxílio princípios teóricos de inspiração (pós) keynesiana.

Para tanto, o Capítulo está organizado em 3 seções além desta introdução: i) na seção 4.2 são examinadas algumas hipóteses encontradas no âmbito da literatura convencional tendo em vista explicar a ausência de consenso na literatura empírica; ii) na seção 4.3 é apresentada a análise de Stiglitz acerca da relação entre IFI e crescimento econômico e

alguns comentários tendo como fundamento princípios teóricos de inspiração (pós) keynesiana; iii) por fim, na seção 4.4, alinham-se algumas considerações finais.

4.2 REAVALIAÇÃO DA LITERATURA EMPÍRICA

Nesta seção, são expostos e analisados alguns argumentos encontrados no âmbito da literatura convencional arrolados como explicação para a ausência de consenso na literatura empírica quanto a uma relação causal positiva e robusta da IFI para o crescimento econômico. O texto está baseado fundamentalmente em recente estudo elaborado por economistas do Fundo Monetário Internacional (PRASAD; ROGOFF et alli, op. cit.), importante por expor de maneira bastante clara a posição dessa instituição acerca do assunto.

Segundo Rogoff (2002), economista-chefe do Fundo Monetário Internacional na ocasião, a intenção desta instituição em promover a convertibilidade da conta de capital dos seus países membros durante a década de 90, que teve seu apogeu na reunião anual de 1997 realizada em Hong Kong, revelava uma preferência à *priori*, mais do que o resultado fundamentado do trabalho de pesquisa da instituição. Stiglitz (2000, p. 1076) também chama a atenção para a falta de fundamentação teórica, empírica (econométrico) e histórica na perspectiva liberalizante do Fundo Monetário Internacional:

The case for capital market liberalization was found wanting, especially striking given the zeal with which the International Monetary Fund (IMF) had requested an extension of its mandate to include capital market liberalization a short two years earlier at the Annual Meetings in Hong Kong. It should have been clear then, and it is certainly clear now, that the position was maintained either as a matter of ideology or of special interests, and not on the basis of careful analysis of theory, historical experience or a wealth of econometric studies.

Desde a segunda metade da década de 90 é crescente o esforço de pesquisa empírica, inclusive no âmbito do Fundo Monetário Internacional, com o objetivo de investigar a existência de potenciais benefícios advindos da IFI. O atual estágio dessa literatura, ao

revelar a inexistência de consenso quanto a uma relação causal robusta e positiva da IFI para o crescimento econômico, levou ao seguinte questionamento: “Why is it so difficult to find a strong and robust effect of financial integration on economic growth for developing countries, when the theoretical basis for this result is apparently so strong?” (PRASAD; ROGOFF, et alli, op. cit., p.31).

A resposta dos autores a essa pergunta reflete sobremaneira a posição da literatura convencional acerca do assunto e é resumida na seguinte frase: “Of course, the lack of a strong and robust effect of financial integration on economic growth does not necessarily imply that theories that make this connection are wrong. Financial Integration without a proper set of preconditions might lead to few growth benefits [...]” (PRASAD; ROGOFF, et alli, op. cit., p. 37). Essa é, não por acaso, a atual posição do Fundo Monetário Internacional relativamente à IFI, como é bem ressaltado por Carvalho (2004, p.1):

Na verdade, mesmo após o FMI ter reconhecido (ao final da década de 1990) que a liberalização dos movimentos de capitais foi precipitada em muitos casos, defendendo que a remoção dos controles restantes seja feita após o sequenciamento correto de reformas domésticas prévias, não é possível encontrar exemplos de países que tenham sido autorizados pela instituição a reinstalar controles para que aquelas reformas possam ser implementadas. O que o FMI defende hoje pode ser chamado de liberalização cautelosa, mas o viés em favor da liberalização permanece.

Antes de expor e discutir os argumentos arrolados por Prasad e Rogoff et alli (op. cit.) com vistas a explicarem os resultados encontrados na literatura empírica, é necessário ressaltar que a pergunta dos autores assume implicitamente que existe consenso relativamente à existência de uma relação causal positiva e robusta entre IFI e crescimento econômico para os países desenvolvidos, o que não é verdade. Trabalho elaborado no âmbito do próprio Fundo Monetário Internacional, examinado no Capítulo 2 desta Dissertação, não encontra evidências de que a IFI estimula o crescimento econômico nos países desenvolvidos (membros da OCDE). Para deixar claro, a conclusão do trabalho é a seguinte: “The results of this paper, however, suggest that open capital accounts and liberalized stock markets have a significant effect on growth among East Asian countries, but there is less consistent

evidence of these effects elsewhere, even among industrial countries” (EDISON; KLEIN; RICCI; SLOEK, op. cit., p.35). Além disso, os autores argumentam que os resultados encontrados para os países do Leste da Ásia podem está refletindo o fato de que o indicador de IFI utilizado seja uma *proxy* para outras características das economias. As conclusões a que chega esse trabalho são particularmente importantes, dado que foi produzido no âmbito do próprio Fundo Monetário Internacional e que, tendo em vista os argumentos encontrados na literatura convencional, seriam nos países desenvolvidos que estariam as condições propícias para que a IFI estimulasse o crescimento econômico, tal como maior grau de desenvolvimento institucional, maior grau de desenvolvimento dos sistemas financeiros domésticos e maior estabilidade macroeconômica. Portanto, mesmo relativamente aos países desenvolvidos, não existe consenso quanto aos efeitos positivos e robustos da IFI sobre o crescimento econômico.

No que segue, são apresentados e discutidos os argumentos de Prasad e Rogoff et alli (op. cit.):

i) o primeiro argumento apresentado diz respeito ao fato de que a IFI na presença de distorções em relação ao comércio internacional pode não resultar em benefícios em termos de crescimento econômico. Ou seja, os benefícios dependeriam do grau de abertura das economias ao comércio internacional. Essa argumentação é apresentada de forma bastante clara na seguinte passagem:

It is useful to note that there may be a complementary relationship between trade and financial openness. For example, if a country has severe trade barriers protecting some inefficient domestic industries, then capital inflows may end up being directed to those industries, thereby exacerbating the existing misallocation of resources. Thus, there is a concrete channel through which financial openness without trade openness could lower a country’s level of efficiency. (PRASAD; ROGOFF, et alli, op. cit., p.37)

ii) o segundo argumento diz respeito ao fato de que os benefícios da IFI em termos de estímulo ao crescimento econômico dependeriam do grau de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico. De acordo com esse argumento, a IFI na presença de um setor

doméstico pouco desenvolvido pode não gerar benéficos porque os influxos de capitais exacerbariam as ineficiências alocativas existentes nas economias. Ou seja:

In the presence of weakly regulated banking systems and other distortion in domestic capital markets, inflows of foreign could exacerbate the existing inefficiencies in these economies. For example, if domestic financial institutions tend to channel capital to firms with excessive risks or weak fundamentals, financial integration could simply lead to an intensification of such flows. (PRASAD; ROGOFF, et alli, op. cit., p.50)

iii) O terceiro argumento é de que os benefícios advindos dos influxos de Investimento Externo Direto dependeriam do nível de capital humano nos países receptores. A idéia é que somente países com nível de capital humano suficientemente alto podem explorar os *spillovers* tecnológicos associados com o Investimento Externo Direto. A esse respeito:

[...] there is some evidence that the effect of foreign direct investment on growth depends on the level of human capital in a developing country. For countries with relatively low human capital, there is at best a small positive effect that can be detected in the data. On the other hand, for countries whose human capital has exceeded a certain threshold, there is some evidence that FDI promotes economic growth. (PRASAD; ROGOFF, et alli, op. cit., p.50)

iv) O quarto argumento diz respeito ao fato de que a relação entre IFI e crescimento econômico dependeria do grau de desenvolvimento institucional das economias, estabilidade macroeconômica e práticas de políticas macroeconômicas consideradas ‘sadias’ pela literatura convencional. Isso fica claro nas seguintes passagens:

[...] financial globalization, in combination with good macroeconomic policies and good domestic governance, appears to be conducive to growth. (PRASAD; ROGOFF, et alli, op. cit., p.10)

More generally, one might think of a country’s absorptive capacity in terms of human capital, depth of domestic financial market, quality of governance and macroeconomic policies. There is some preliminary evidence that foreign capital flows do not seem to generate positive productivity spillovers to domestic firms for countries with a relatively low absorptive capacity, but positive spillovers are more likely to be detected for countries with a relatively high level of absorptive capacity. This evidence is consistent with the view

that countries need to build up a certain amount of absorptive capacity in order to effectively take advantage of financial Globalization. (PRASAD; ROGOFF, et alli, p. 50)

Esses são os argumentos apresentados por Prasad e Rogoff et alli (op. cit.) para justificarem o porquê da dificuldade em encontrar uma relação causal positiva e robusta acerca da relação entre IFI e crescimento econômico.

O primeiro argumento, de que os benefícios da IFI dependeriam do grau de abertura das economias ao comércio internacional, foi testado e não corroborado por trabalhos empíricos. Carkovic e Levine (op. cit.), em trabalho examinado no Capítulo 2 desta Dissertação, testam a hipótese de que os efeitos dos influxos de Investimento Externo Direto e Investimento de *Portfolio* sobre o crescimento econômico dependeriam do grau de abertura das economias domésticas ao comércio internacional e não encontram evidências empíricas que corroborem essa hipótese. Os resultados dos cálculos econométricos apresentados no Capítulo 3 desta Dissertação também não corroboram essa hipótese.

O segundo argumento, de que os efeitos da IFI dependeriam do grau de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico também já foi testado por trabalhos empíricos. A esse respeito, Edison, Levine, Ricci e Sloek (op. cit.), em trabalho examinado no Capítulo 2 desta Dissertação, argumentam que “the results do not reject the null hypothesis that IFI is unrelated to economic growth even when allowing this relationship to vary with financial development”. Os resultados dos cálculos econométricos apresentados no Capítulo 3 dessa Dissertação também não corroboram essa hipótese.

O terceiro argumento diz respeito especificamente aos efeitos do Investimento Externo Direto sobre o crescimento econômico. A argumentação de Prasad e Rogoff et alli (op. cit.), bem como de Stiglitz (op. cit.) e Franco et al (2003), deixa transparecer que existe consenso suficiente na literatura empírica que corrobore a hipótese de que influxos de Investimento Externo Direto estimulam o crescimento econômico. Isso fica claro ao Prasad e Rogoff et alli (op. cit., p. 33) afirmarem:

FDI is one form of capital inflows that tends to be found positively associated with domestic investment and domestic growth in a relatively consistent manner. Other forms of capital inflows could also have a positive relationship, but their effects tend to be less robust or less strong.

O estudo elaborado por Carkovic e Levine (op. cit.) chega a conclusões que explicitam o quanto é aparente o consenso quanto à hipótese de que Investimento Externo Direto estimula o crescimento econômico. Os autores não encontram evidências nem de efeitos positivos do Investimento Externo Direto sobre o crescimento econômico, nem evidências de que esse efeito dependeria do nível de capital humano nas economias domésticas ou de um conjunto ainda maior de pré-condições, como nível de abertura ao comércio internacional, nível de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico e nível de desenvolvimento econômico. Em adição, após utilizarem variadas especificações, técnicas e metodologias econométricas, bem como banco de dados e amostras alternativas, os autores argumentam que esse trabalho concilia a literatura micro e macroeconômica sobre o assunto. Ou seja, a nível micro e macroeconômico, não existe consenso na literatura empírica que corrobore a hipótese de que o Investimento Externo Direto estimula o crescimento econômico, mesmo levado em consideração a possibilidade de que essa relação dependa de um conjunto de pré-condições citadas acima.

O quarto argumento diz respeito à hipótese de que os benefícios da IFI em termos de estímulo ao crescimento econômico dependeriam do grau de desenvolvimento institucional das economias domésticas, prática de políticas macroeconômicas consideradas ‘sadias’ pela literatura convencional e existência de estabilidade macroeconômica. Todas essas hipóteses foram testadas na literatura empírica. Rodrik (op. cit.), em trabalho examinado no Capítulo 2 desta Dissertação, testa a hipótese de que a IFI tem efeitos positivos sobre o crescimento econômico em países institucionalmente desenvolvidos e não encontra evidências empíricas robustas. O autor chama a atenção para o fato de que não só não é possível corroborar a hipótese de que o efeito positivo da IFI sobre o crescimento econômico dependeria do grau de desenvolvimento institucional dos países, assim como os testes econométricos revelam que o coeficiente associado à variável construída para testar essa

hipótese tem sinal contrário ao que seria esperado tendo em vista os argumentos apresentados por Prasad e Rogoff et alli (op. cit.).

Estudo realizado no âmbito do Fundo Monetário Internacional e examinado no Capítulo 2 desta Dissertação também não encontra evidências empíricas que corroborem os argumentos de Prasad e Rogoff et alli (op. cit.). Ou seja, o autores concluem que: "The data do not support the view that international financial integration per se accelerates economic growth even when allowing this relationship to vary with economic, financial, institutional, and macroeconomic characteristics" (EDISON; LEVINE; RICCI; SLOK, op. cit., p. 24).

Prasad e Rogoff et alli (op. cit.) consideram esse último trabalho o mais completo sobre o assunto, pela sofisticação e variedade de metodologias econométricas utilizadas, quantidade de indicadores utilizados como *proxy* para IFI e por cobrirem um período que vai até 2000. O fato dos autores conhecerem esse trabalho e o considerarem o mais completo, revela, no mínimo, um certo grau de omissão, pois se limitam a argumentar simplesmente que esse trabalho não encontra evidências empíricas de que a IFI estimula o crescimento econômico. Ora, como foi visto no Capítulo 2 e comentamos novamente aqui, correndo o risco de redundância, os resultados a que chega esse trabalho são bem mais importantes: não só não encontra evidências empíricas de que a IFI estimula o crescimento econômico, como também apresenta evidências de que essa relação não é robusta mesmo testando a hipótese de que a IFI exerce efeito positivo sobre o crescimento econômico em países onde prevalece um propício ambiente econômico, financeiro, institucional e político. Especificamente, os autores não encontram evidências empíricas de que a relação entre IFI e crescimento dependa do nível de riqueza (renda) do país, desenvolvimento do capital humano, nível de desenvolvimento financeiro, nível de desenvolvimento institucional e práticas de políticas macroeconômicas.

Como pode ser observado na discussão feita no Capítulo 2 desta Dissertação, as hipóteses levantadas por esses autores para explicarem a dificuldade de encontrar, nos trabalhos empíricos, consenso quanto a uma relação causal robusta e positiva entre IFI e crescimento econômico, já foram testadas na literatura. Ou seja, esses argumentos não são suficientes

para explicarem a ausência de consenso observada na literatura empírica. Tendo isso em vista, parecem precipitadas, senão equivocadas, afirmações encontradas na literatura acerca da comprovação dos benefícios da IFI, como exemplo:

Among the demonstrated benefits of the liberal capitalist world system are: i) Liberalized financial systems help to promote growth through financial intermediation and efficient allocation of capital for investment; ii) Private capital flows – both direct foreign investment and portfolio flows - have generally helped increase investment and growth in developing economies. (BOORMAN; ALLEN, 2000, p.103):

Quando a literatura empírica que investiga essa relação era ainda incipiente, essa ausência de consenso levou Rodrik (op. cit., p.64) a afirmar que “The benefits of removing capital controls, however, remain to be demonstrated”. O atual estágio de desenvolvimento da literatura empírica, com crescente sofisticação da modelagem econométrica e utilização de vários indicadores como *proxy* para IFI, dá a essa afirmação uma contemporaneidade e significado ainda mais importantes.

Além da modelagem econométrica, utilizada como instrumental analítico para investigar a existência de benefícios advindos da IFI, é possível encontrar, no âmbito da literatura convencional, autores que se valem de argumentos históricos, apresentando-os como evidências empíricas suficientemente robustas para comprovarem os benefícios da IFI, como exemplo:

[...] this experience across a wide range of industrial and developing countries is probably the most important and powerful empirical evidence about the bottom-line questions of whether, on balance, financial liberalization generally and capital account liberalization specifically are beneficial. Countries that have successfully liberalized their financial systems domestically and internationally seek to preserve and develop these systems.(EICHENGREEN et alli, op. cit., p.15)

É bastante difícil aceitar essa argumentação como base empírica suficiente para comprovar os benefícios da IFI. Esse argumento ignora as assimetrias de poder existentes entre as nações, a pressão exercida por instituições multilaterais, os interesses representados por

estas, assim como os interesses representados por aqueles que detém o poder de tomar decisões econômicas nos países. A esse respeito, vale a pena reproduzir texto de Stiglitz (2003, p.509), que deixa bastante evidente a insuficiência do argumento:

A second related argument sometimes put forward is that countries that have partaken of globalization almost never reverse course; evidently, whatever the costs, the benefits exceed the costs. This argument is subject to the same criticism – countries are keenly aware of the consequences of reversing course, of the pressure imposed, say, by the IMF and the United States. When Indonesia, hearing of the new thinking at the IMF about capital market liberalization, proposed rethinking the issue there, they were quickly batted down. Given their current position of dependence, they felt they had little choice but to follow the dictates of their new economic masters. But there are two further answers. Some countries have reversed on the issue of capital market liberalization, though in order to avoid the wrath of the IMF and the US Treasury, they have done so with some subtlety, e.g., effectively imposing restrictions through the banking system. Finally, in many countries, even those that are ‘nominally’ democratic, economic policy making, at least in the short run, is under the control of particular groups. When one says, ‘they’ chose to keep their, say, their capital markets open, the ‘they’ is likely to be the finance ministry, and the finance ministry may reflect more the interests and perspectives of the financial community than of society as a whole.

Fisher (op. cit., p.2) utiliza argumentos históricos parecidos arrolados como suficientes para comprovarem os benefícios da IFI, ou seja, entre os motivos para a IFI, o autor afirma que “The first is that it is an inevitable step on the path of development, which cannot be avoided and should be embraced. After all, the most advanced economies all have open capital accounts”. A respeito da fragilidade desse argumento, Carvalho (op. cit, p10) faz o seguinte comentário:

À parte o curioso determinismo histórico abraçado por Fisher, cabe notar o argumento falacioso, que o autor usa com frequência, de que a liberalização deve ser adotada porque é o que um país desenvolvido faz. É difícil de se acreditar que um autor como Fisher desconheça que a liberalização financeira se deu, em praticamente todos os países industriais *depois* que o desenvolvimento tinha sido alcançado e não como instrumento de desenvolvimento. Na verdade, esta é uma informação tão trivial e tão conhecida que é

impossível não alimentar dúvidas quanto às intenções do autor ao propor falácia tão grosseira.

4.3 A CRÍTICA DE STIGLITZ E ELEMENTOS PARA UMA CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA

O objetivo da análise de Stiglitz (2000) é, primeiro, apresentar argumentos visando ressaltar as fragilidades teóricas subjacentes à hipótese de que a IFI estimula o crescimento econômico. Segundo, explicar porque a IFI desestimularia o investimento e crescimento econômico. No que segue é apresentado o primeiro conjunto de argumentos:

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

The central function of capital and financial markets is information-gathering – in particular, assessing which projects and firms are most likely to yield the highest returns, and monitoring to ensure that the funds are used in the appropriate way. Moreover, markets for information are fundamentally different from ‘ordinary’ markets. For instance, whenever information is imperfect, markets are essentially never constrained Pareto efficient – in marked contrast to standard results for competitive markets with perfect information. (STIGLITZ, op. cit., p.1079)

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

No que concerne especificamente à relação entre as diferentes modalidades de fluxos de capitais e crescimento econômico, o autor faz uma distinção bastante clara, considerando

consistentes os argumentos que sublinham os benefícios advindos dos influxos de Investimento Externo Direto. Nas suas palavras: “The argument for foreign direct investment, for instance, is compelling. Such investment brings with it not only resources, but technology, access to markets, and (hopefully) valuable training, an improvement in human capital” (STIGLITZ, op. cit., p.1076).

Em relação aos influxos de capitais de curto prazo (*portfolio*), o autor mostra certo ceticismo quanto aos efeitos positivos sobre o crescimento econômico, pelo fato de não acreditar que firmas tomam decisões de investimentos produtivos de longo prazo tendo como base financiamento de curto prazo. Em adição, o autor argumenta que além de não estimular o crescimento econômico, o comportamento dessa modalidade de fluxos de capitais, em uma economia financeiramente integrada, como se verá adiante, desestimularia influxos de Investimento Externo Direto (STIGLITZ, op. cit.).

A segunda parte da argumentação, qual seja, as justificativas para o fato de a IFI desestimular o investimento e crescimento econômico, é apresentada na seqüência⁷:

i) o primeiro argumento é de que a IFI leva a instabilidade, e essa instabilidade teria efeitos adversos sobre o comportamento do investimento e crescimento econômico. Além da instabilidade, a presença do risco de instabilidade desencorajaria investimentos produtivos. Essa instabilidade aludida diz respeito especificamente ao comportamento dos fluxos de investimentos de curto prazo (*portfolio*) em um ambiente financeiramente integrado. O autor esboça pelo menos um canal através do qual essa instabilidade pode afetar o crescimento econômico:

I have already referred to the risk imposed by capital market liberalization. The surges of capital, first into the country, and then out, impose tremendous costs, regardless of the exchange rate regime. Under flexible exchange rates, for instance, these surges are likely to lead to large changes in exchange rates, imposing huge risks on every aspect of society. But I am concerned not just with the overall welfare costs, but the adverse effects of growth.

⁷ Stiglitz (2000) utiliza como evidências empíricas para fundamentar a argumentação o trabalho elaborado por Rodrik (op. cit.), já apresentado e discutido nesta Dissertação.

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, 514)

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

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

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

There is an equally compelling argument for why capital market liberalization (at the short end) might be expected to have adverse effects on growth. Countries today are encouraged to maintain adequate reserves, to protect them-selves against volatility in international financial markets. (STIGLITZ, op. cit., p. 1081)

Esses são os argumentos apresentados para explicar tanto as fragilidades teóricas subjacentes aos argumentos que estabelecem uma relação de causalidade positiva da IFI para o crescimento econômico, bem como para explicar porque “[...] there are even reasons to expect that capital market liberalization can have negative effects on growth” (STIGLITZ, op. cit., p.1080). Desse modo, a argumentação do autor mostra um teor crítico considerável, evidenciando a ausência de consenso teórico no âmbito da literatura convencional acerca do assunto.

Sem embargo, um último ponto, central na argumentação de Stiglitz, necessita ser examinado com mais cuidado - a instabilidade do mercado financeiro, associada ao comportamento dos fluxos de capitais de curto prazo (*portfolio*). O autor não deixa clara a origem dessa instabilidade, ou seja, não expõe os fundamentos teóricos acerca do comportamento dos agentes econômicos e funcionamento do mercado financeiro.

Dada a importância da análise de Stiglitz para os propósitos deste Capítulo, será exposta a discussão feita por Davidson (1998a, 2002) acerca do *modelo* de comportamento do mercado financeiro subjacente à análise de Stiglitz, de modo a ter clara a origem dessa instabilidade. A esse respeito:

Observed volatile financial market prices are movements – *away* from fundamental-determined values. This volatility is attributed primarily to the existence of ‘noise traders’, that is, speculators who mistakenly believe they know how the stock market works and therefore do not have to acquire the correct information regarding future outcomes from the fundamentals. Other rational short-term traders feed on these foolish noise traders and thereby ultimately return the market to its fundamental trend value. Stiglitz’s explanation of the horrendous speculative volatility that we observe in our world is the ‘mistaken belief of all speculators’ that they can do better than the market by ignoring fundamentals. (DAVIDSON, 2002, p.183)

Portanto, a explicação para a existência de volatilidade no mercado financeiro diz respeito ao comportamento, nas transações de curto prazo, de agentes que equivocadamente (irracionalmente) ignoram os fundamentos reais de mercado subjacentes aos preços dos ativos financeiros, interferindo com a principal função desse mercado, que é, segundo essa visão, a alocação eficiente de capital. Ou seja:

Old and New Keynesians as well as classical economists all accept the efficient market hypothesis as the applicable description of real world financial markets and therefore they are invoking the ergodic axiom. One logically inevitable conclusion of the efficient market hypothesis is that, as Stiglitz states, the most ‘important social function’ of financial markets is to *correctly* allocate real capital among industries in accordance with reliable

information about future rates of return determined by fundamentals. (DAVIDSON, op. cit., p. 183)

Segundo Davidson (op. cit.) o *modelo* de Stiglitz assume que: i) existem fundamentos reais de mercado que são imutáveis no sentido de que não podem ser mudados pela ação humana; e ii) esses fundamentos determinam as probabilidades condicionais de resultados futuros (ou um *menu* de todos possíveis *estados do mundo* e possíveis *contingências*) que são refletidos nos preços atuais do mercado financeiro. Desse modo, está implicitamente admitido o axioma da ergodicidade. Esse axioma assegura que a trajetória de longo prazo da economia está imutavelmente pré-programada e embutida nos fundamentos de hoje, de modo que, em um sistema pré-determinado como este, o mercado necessariamente alocará capital de forma ótima entre projetos alternativos, contanto que os agentes sejam livres para tomarem decisões de mercado baseadas em informação corrente estatisticamente confiável em relação a taxas de retorno futuras. Davidson (op. cit., p. 50) define esse axioma de forma precisa:

This ergodic axiom asserts, as a universal truth, that drawing a sample using past time-series and/or current cross-sectional market data is equivalent to drawing a sample from the universe of future market data. In an ergodic environment, the stochastic process generates immutable objective probabilities that govern all past, present and future data. Invoking the ergodic axiom means that the outcome at any future date is merely the statistical shadow of events that have occurred; the future is written in today's historical 'evidence'.

Se os mercados financeiros são eficientes e fundamentos de mercado imutáveis são os determinantes do retorno futuro dos ativos, então os agentes econômicos que cometem erros persistentemente (*irrational noise traders*), a explicação para a volatilidade observada no mercado financeiro, deveriam ser extintos via algum processo econômico Darwiniano ou eles sobreviveriam apenas se aprendessem como não cometerem erros persistentes, já que, no longo prazo, os preços dos ativos são determinados por seus valores fundamentais e inevitavelmente esses agentes seriam vencidos pelo mercado. Essa constatação leva Davidson (1998a) a afirmar que Stiglitz incorre em incoerência lógica ao reconhecer que a especulação no mercado financeiro não só persiste ao longo do tempo como aumenta.

Desse modo, para explicar a persistência e aumento da especulação, Stiglitz apela para a autoridade:

To resolve this dilemma of the centuries old existence of speculation in financial markets, Stiglitz appeals to authority – the ultimate free market authority and successful circus impresario – P.T. Barnum. Stiglitz (1989, p. 106) misquotes Barnum’s dictum ‘There’s a sucker born every minute. As ‘There is a fool born every moment’ and even incorrectly attributes this homily to one G. T. Barnum. Nevertheless, Stiglitz’s appeal to Barnum’s authority implies that society continues to produce, even in the long run, fools who irrationally believe they can beat the market.

Faced with the contradiction between the implications of the efficient market hypothesis where those who make persistent errors are eradicated and his attribution of volatile financial markets to the persistent existence of foolish market participants, Stiglitz has done the only ‘rational’ thing that a potential Nobel prize recipient can do. He ignores this logical inconsistency. (DAVIDSON, op. cit., p. 5)

Mesmo apresentando um razoável conteúdo de crítica à literatura convencional, as bases teóricas que fundamentam a análise de Stiglitz, se Davidson estiver correto, como acreditamos, não lhe permitem fornecer uma análise consistente acerca do comportamento do mercado financeiro do mundo real, de modo que “Stiglitz’s problem is that he has confused the logic of efficient financial market behavior in a presumed ergodic system with real world financial market behavior when agents know they are dealing with an uncertain (nonergodic) future” (DAVIDSON, 2002, p. 185).

Emergem dessa discussão que os efeitos esperados da IFI sobre o crescimento econômico dependem sobremaneira dos fundamentos teóricos aceitos como plausíveis para explicar o comportamento do mercado financeiro – o debate gira basicamente em torno da *Hipótese de Mercados Eficientes*. A assunção da existência de assimetria de informação nos contratos financeiros, ao enfraquecer os pressupostos teóricos (*Hipótese de Mercados Eficientes*), conforme admitido por Eichengreen et alli (op. cit.), permite uma abordagem mais crítica sem ir além da literatura convencional, como fica clara na análise de Stiglitz (2000, 2003), que chega a defender que o esperado é que a IFI tenha efeitos adversos sobre o crescimento econômico.

No entanto, indo além da ortodoxia, a literatura de inspiração (*Pós*) *Keynesiana* permite elaborar uma crítica ainda mais fundamental, tendo como pressupostos teóricos hipóteses alternativas acerca do funcionamento do mercado financeiro. Nesta perspectiva, parte-se do pressuposto de existência de incerteza fundamental ou, na linguagem de Davidson (2002, p. 187), que o sistema econômico é não ergódico, onde o futuro é incerto no sentido de que o lucro atuarial ou uma expectativa de ganho baseada em cálculos matemáticos confiáveis, realizados de acordo com funções de probabilidade existentes, não pode ser obtida de algum conjunto de dados. Essa situação de incerteza que permeia as decisões dos agentes econômicos fica bastante clara na seguinte passagem:

Desejo explicitar que por conhecimento “incerto” não pretendo apenas distinguir o que é conhecido como certo, do que apenas é provável. [...] O sentido em que estou usando o termo é aquele segundo o qual a perspectiva de uma guerra européia é incerta, o mesmo ocorrendo com o preço do cobre e a taxa de juros daqui a vinte anos, ou a obsolescência de uma nova invenção, ou a posição dos proprietários particulares de riqueza no sistema social de 1970. Sobre esses problemas não existe qualquer base científica para um cálculo probabilístico. Simplesmente, nada sabemos a respeito. (KEYNES, 1937., p.171)

Especificamente em relação aos mercados financeiros, como ressalta Carvalho (2004, p. 8), esse ambiente de incerteza é ainda mais importante, já que, na negociação de ativos, negocia-se, na verdade, recompensas futuras, a serem usufruídas sob condições que também só se revelarão no futuro. Não é razoável esperar que um mercado financeiro caracterizado pela existência de incerteza fundamental seja eficiente para alocar capital escasso entre usos alternativos, ou seja, revelar os valores fundamentais subjacentes aos ativos financeiros, pelo contrário, nessa perspectiva, a função do mercado financeiro não é alocar capital de forma eficiente, mas fornecer liquidez aos agentes econômicos. Isso fica claro na argumentação de Davidson (op. cit., p. 187):

[...] even if ‘fundamentals’ exist today and even if a data set permits one to estimate today’s (presumed to exist) objective conditional probability distribution, such calculations do not form a reliable base for forecasting the future. Today’s conditional objective probabilities are not *reliable* actuarial guides to the future .

As we have already noted, Keynes's description of uncertainty matches technically what mathematical statisticians call a nonergodic stochastic system. In a nonergodic system, one can never expect whatever data set exists today to provide a reliable guide to future outcomes. In such world, markets cannot be efficient. Instead *the primary function of financial markets is to provide liquidity*.

Ao assumir a existência da incerteza fundamental, portanto um sistema econômico não ergódico, rejeita-se a hipótese de mercados eficientes, pressuposto teórico subjacente aos argumentos segundo os quais a IFI potencialmente estimularia o crescimento econômico. Ao rejeitar o pressuposto de mercados eficientes como adequado para explicar o funcionamento do mercado financeiro internacional do mundo real, faz-se uma crítica mais contundente aos proponentes do livre fluxo de capitais entre as fronteiras do que a crítica presente na assunção de assimetrias de informação nos contratos financeiros. Se a função do mercado financeiro não é alocar capital de forma eficiente, então não existe razão para esperar que a IFI levará a maior crescimento econômico, nem no curto nem no longo prazo. Davidson (1998b, p.2) argumenta especificamente a esse respeito:

The mantra of EMT (Efficient Market Theory) is 'the market knows best' how to optimally allocate scarce capital resources and promote maximum economic growth.

Since the 1970s, this 'compelling' efficient market logic has provided the justification for nations to dismantle most of the post-war capital regulation in financial markets. The argument for this 'liberalization' of financial markets was that it would produce lower real costs of capital and higher output and productivity growth rates compared to the growth rates experienced between World War II and 1973 when international capital flow controls were practiced by most countries of the world, including the United States.

In Keynes's General Theory the primary function of financial markets is to provide liquidity not efficiency, Consequently real world international capital markets can never deliver, in either the short-run or the long-run, the results claimed by EMT.

Keynes (1936) argumenta que o desenvolvimento de mercados financeiros organizados com uma visão para a liquidez, às vezes facilita novos investimentos, mas às vezes contribui para agravar sobremaneira a instabilidade do sistema. Em um ambiente de incerteza, os agentes econômicos adotam o que Keynes (1936, 1937) chama de guia prático do futuro - convenções. A primeira delas é considerar a situação atual, projetando-a para o

futuro e só mudando quando se têm razões mais ou menos claras para esperar alguma mudança. Outro tipo de convenção consiste em tomar nossas decisões nos baseando na opinião da média ou maioria, ou seja, a chamada psicologia das massas. Desse modo: “Por saber que a opinião individual carece de valor, procuramos voltar-nos para a opinião do resto do mundo, que talvez esteja mais bem informado. Isto é, procuramos conformar-nos ao comportamento da maioria ou da média” (KEYNES, 1937, p.172). Além da precariedade desse método, Keynes (1936, p. 113) lista alguns fatores que podem agravar ainda mais essa precariedade e, portanto, elevar a instabilidade do sistema:

i) o fato de grande parte dos participantes do mercado financeiro não possuírem conhecimento razoável das circunstâncias, diminuindo o elemento de conhecimento real das avaliações;

ii) o fato de uma avaliação convencional baseada na psicologia das massas apresentar grande sensibilidade em relação a mudanças repentinas na opinião⁸;

iii) o comportamento de investidores profissionais e especuladores, que consiste em antecipar qual será o estado de opinião do mercado num futuro próximo. Ou seja, possibilidade de prever a opinião da média, podendo resultar na obtenção de lucros por conta de valorizações ou desvalorizações repentinas nos preços de títulos e ações.⁹

⁸ Para Griffith-Jones (op. cit., p.3), esse fator enumerado por Keynes é uma clara elaboração do conceito de *Comportamento de Manada*: “The second provides the first, and an extremely clear, formulation of the concept of ‘herd behaviour’, that plays such an important role in explaining the behaviour of today’s investors. ‘A conventional valuation which is established as the outcome of the mass psychology of a large number of ignorant individuals is liable to change violently as a result of a sudden fluctuation’”.

⁹ Davidson (2002, 188) deixa bastante clara as implicações desse tipo de comportamento em um mercado financeiro integrado - instabilidade e dependência de trajetória: “If, however, agents in one's model believe their world is uncertain (non-ergodic) [...] then decision makers 'know' that what others call today's 'fundamentals' do not provide a statistically reliable guide to the future. In such a world, protecting the value of one's liquid portfolio against unforeseen and unforeseeable changes in financial market values becomes an important economic activity. Accordingly, portfolio fund managers must, in an instant, conjecture how other market players will interpret a news event occurring anywhere in the world. [...] In a world of instant communication, any event occurring in the world can set off rapid changes in subjective evaluation of the market value of one's portfolio. Speculation about the psychology of other market players can result in lemming-like behavior which can become self-reinforcing and self-justifying. In a nonergodic system, if enough agents possess the same 'incorrect' expectations (to use Stiglitz's phrase), the result can be that these faulty expectations actually create future outcomes. The first 'irrational' lemmings to hit the ocean of liquidity may not drown. They may survive and even thrive to have more irrational expectations and lead more lemming-leaps into liquidity in future”.

Keynes (op. cit., p.114) compara o comportamento dos agentes econômicos no mercado financeiro a um '*concurso de beleza*', cujo objetivo de cada participante é prever o que a opinião geral espera que seja a opinião geral. Eatwell (op. cit., p.35) argumenta que essa caracterização feita por Keynes acerca da operação do mercado financeiro sugere dois canais através dos quais a IFI pode resultar em uma deterioração da performance econômica:

i) primeiro, um mercado que opera como um '*concurso de beleza*' é provável que seja altamente instável e propenso a severas perdas ocasionais de liquidez quando toda a opinião tende a mudar em uma mesma direção, o que aumentará os custos do capital e pode levar a severas escassezes de capital – ambos fatores tenderão a desencorajar investimentos e reduzir o nível de atividade no médio prazo;

ii) o funcionamento do mercado financeiro como um '*concurso de beleza*', em um ambiente liberalizado, pode produzir mudanças no comportamento de governantes, ao tornar necessária a manutenção da 'credibilidade de mercado'. Isso significa que governantes podem ser forçados a seguirem políticas preferidas pelo mercado financeiro, incompatíveis com uma taxa de investimento e crescimento desejáveis. A esse respeito:

In Keynes's characterization of the operations of a market economy, it is clear that the behaviour of financial markets may well be an important factor driving the economy towards a low-growth, high-unemployment equilibrium. The markets are neither omniscient nor benign. When their influence is combined with the persistent search for government 'credibility', defined in terms of 'sound money' and 'prudent' deflationary policies, then the low level position is the most likely outcome. (EATWELL, op. cit., p.39)

Davidson (2003, p.7) argumenta que “Instead of producing the utopian promises of greater stability and more rapid economic growth promised by classical economists, liberalization of capital flow regulations has been associated with exchange rate instability, slower global economic growth, and higher global unemployment [...]”. O autor argumenta que essa instabilidade na taxa de câmbio tende a deprimir a taxa global de investimento pelos seguintes motivos:

i) significativas mudanças na taxa de câmbio afetam a posição de competitividade internacional das indústrias domésticas *vis-à-vis* indústrias externas e, portanto, tende a diminuir os incentivos para investimento em grandes projetos com custos afundados irreversíveis (*irreversible sunk costs*);

ii) em um mundo incerto onde o futuro não pode ser previsto confiavelmente de sinais de preços passados e presentes, a volatilidade da taxa de câmbio inviabiliza a confiança dos empresários na habilidade deles para avaliarem o potencial de lucratividade de algum projeto grande de investimento;

iii) todo aumento na taxa de câmbio não ameaça somente as indústrias domésticas com perdas de mercados para exportação, mas também perda de participação no mercado interno, quando as importações tornam-se mais baratas.

Portanto, as relações entre IFI e crescimento econômico dependem sobremaneira dos fundamentos teóricos aceitos como plausíveis para explicar o comportamento do mercado financeiro internacional. Essa perspectiva Keynesiana fornece uma interpretação alternativa à combinação ortodoxa de Economia do Bem-Estar e Hipótese de Mercados Eficientes.

4.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste Capítulo foi fazer um exame mais cuidadoso, crítico, acerca do que pensa a literatura convencional acerca da relação entre IFI e crescimento econômico. A primeira etapa relativamente à consecução desse objetivo consistiu, sabidamente correndo o risco de redundância, em averiguar a existência ou não de argumentos, no âmbito da literatura convencional, que justificassem a ausência de consenso observada na literatura empírica quanto a uma relação causal positiva e robusta entre IFI e crescimento econômico. Os argumentos encontrados não são suficientemente satisfatórios para explicarem o porquê dos resultados encontrados na literatura empírica. Além disso, foram apresentados, discutidos e demonstrada a fragilidade de argumentos históricos, utilizados por autores *bastante*

representativos da literatura convencional, como suficientes para comprovarem os benefícios da IFI.

A segunda etapa consistiu em examinar se são realmente robustas as bases teóricas subjacentes aos argumentos que sublinham diversos canais através dos quais a IFI potencialmente estimularia o crescimento econômico. O exame dessa questão foi feito, em primeiro lugar, dentro da literatura convencional. A esse respeito, a análise de Stiglitz acerca da relação entre IFI e crescimento econômico é de suma importância: i) o autor expõe as fragilidades teóricas dos argumentos segundo os quais a IFI estimularia o crescimento econômico e desenvolve uma análise que o leva a concluir que o esperado é que a IFI tenha efeitos deletérios sobre o crescimento econômico; ii) tanto a análise de Stiglitz quanto de Eichengreen et alli (op. cit.,) contém certo grau de crítica, evidenciando uma certa ausência de consenso dentro da literatura convencional, não obstante a análise do segundo autor, como apresentada no Capítulo 2 desta Dissertação, seja bem mais otimista e esteja em consonância com os argumentos apresentados por Prasad e Gogoff et alli (op. cit); e iii) utilizou-se de discussão feita por Davidson (1998 a, 2002) para realçar a insuficiência e inadequação da explicação de Stiglitz acerca da permanência e aumento da instabilidade observada no mercado financeiro, ponto central na exposição do autor para a sustentação da hipótese de que a IFI teria efeitos negativos sobre o crescimento econômico. Por fim, foram apresentados alguns comentários críticos à abordagem da literatura convencional acerca da relação entre IFI e crescimento econômico, tendo como fundamento princípios teóricos (pós) keynesianos.

5 CONCLUSÕES

É chegada a hora de sintetizar as principais conclusões às quais foi possível chegar ao longo do trabalho, de modo que fique claro até que ponto o objetivo deste trabalho foi satisfatoriamente alcançado e as questões que o guiaram respondidas.

Um primeiro conjunto de argumentos, tendo como base a primeira parte do Teorema Fundamental da Economia do Bem-Estar aliada à Hipótese de Mercados Eficientes, sublinha um conjunto de canais através dos quais a Integração Financeira Internacional potencialmente estimularia o crescimento econômico dos países. Esses canais dizem respeito ao aumento da poupança doméstica e acumulação de capital, desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, diminuição dos custos de capital, transferência de tecnologias e pressão em relação à prática de políticas macroeconômicas consideradas sadias.

Um segundo conjunto de argumentos questiona a efetivação dos potenciais benefícios da Integração Financeira Internacional, ressaltando a necessidade de que as economias nacionais preencham um conjunto de pré-requisitos para que esses benefícios sejam concretizados. Essa visão tem como fundamento, primeiro, a idéia de que a existência de assimetria de informação nos contratos financeiros e problemas daí resultantes (*Seleção Adversa, Risco Moral e Comportamento de Manada*) interferem com a principal função deste mercado, qual seja, alocar capital de forma eficiente entre projetos alternativos. Segundo, a idéia de que a Integração Financeira Internacional tende a exacerbar problemas resultantes de distorções pré-existent nas economias domésticas, notadamente, distorções na estrutura de comércio internacional e funcionamento do sistema financeiro. Nesta visão, embora seja reconhecida que a assunção de que existem assimetrias de informação nos contratos financeiros enfraqueça os pressupostos teóricos em favor da Integração Financeira Internacional, o viés pró-liberalização permanece.

Uma visão crítica no âmbito da literatura convencional acerca da relação entre Integração Financeira Internacional e crescimento econômico é oferecida por Stiglitz, deixando bastante clara a divergência de opiniões dentro da literatura convencional. O autor não só

expõe as fragilidades teóricas subjacentes aos argumentos que sublinham um conjunto de canais através dos quais a Integração Financeira Internacional estimularia o crescimento econômico dos países, como conclui que o resultado esperado é instabilidade e, por isso, desestímulo ao investimento e crescimento econômico. Não obstante ficar bastante claro o teor crítico da argumentação de Stiglitz, tentou-se mostrar na Dissertação, a inadequação da explicação fornecida acerca da origem, permanência e aumento da volatilidade verificada no mercado financeiro, ponto central na hipótese construída pelo autor, de que o esperado é que a Integração Financeira Internacional tenha efeitos adversos na taxa de crescimento econômico.

No âmbito da literatura convencional, do ponto de vista teórico, não obstante ter ficado clara a existência de opiniões divergentes quanto à relação entre Integração Financeira Internacional e crescimento econômico, o mais adequado seria afirmar que a visão predominante dentro desta literatura é de que seria necessário um conjunto de pré-requisitos a serem preenchidos pelas economias domésticas para que os benefícios da Integração Financeira Internacional se concretizem. Essa é a atual posição do Fundo Monetário Internacional acerca do assunto, um viés pró-liberalização. Ou seja, mesmo com certa cautela e considerado um conjunto de pré-requisitos a serem preenchidos pelas economias domésticas, por fim, a idéia central permanece, qual seja, o mecanismo de mercado apresenta eficiência maior em promover o bem-estar relativamente a qualquer mecanismo alternativo e, especialmente, aqueles que envolvem alguma intervenção do Estado.

Uma crítica a essa visão, apresentada de maneira bastante incipiente ao final do Capítulo 4 desta Dissertação, oferece hipóteses alternativas acerca da relação entre Integração Financeira Internacional e crescimento econômico. Nesta visão alternativa de inspiração (pós) Keynesiana, os agentes econômicos tomam decisões em um ambiente caracterizado por incerteza fundamental (um sistema não ergódico para usar a linguagem de Davidson), adotando um conjunto de ‘regras práticas’ em relação ao futuro (convenções). Nessa perspectiva, a função do mercado financeiro é fornecer liquidez e não alocar capital de forma eficiente entre usos alternativos, de modo que não é razoável esperar, tanto no curto quanto no longo prazo, que a Integração Financeira Internacional estimule o crescimento

econômico. Ao contrário, o resultado esperado é instabilidade e deterioração da performance econômica.

Se no âmbito teórico existem opiniões divergentes dentro da literatura convencional quanto aos potenciais benefícios resultantes da Integração Financeira Internacional, os trabalhos empíricos são ainda menos conclusivos. Não existem evidências empíricas suficientemente robustas para corroborarem a hipótese de que a Integração Financeira Internacional estimula o crescimento econômico, tanto nos países desenvolvidos quanto em desenvolvimento, e mesmo considerando que essa relação depende de um conjunto de pré-requisitos, como desenvolvimento institucional dos países, desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, grau de abertura das economias ao comércio internacional e prática de políticas econômicas consideradas ‘sadias’ pela literatura convencional. Ou seja, parafraseando Rodrik (1998), mesmo com o crescimento dessa literatura a partir do final da década passada, com a adoção de técnicas econométricas as mais sofisticadas e utilização de vários indicadores como *proxy* para o grau de Integração Financeira Internacional dos países, os benefícios da livre mobilidade de capitais entre as fronteiras ainda não foram demonstrados empiricamente.

Nesta Dissertação, fez-se uso do instrumental analítico utilizado pela literatura empírica que investiga a relação entre Integração Financeira Internacional e crescimento econômico, para estudar a experiência da América Latina e Caribe utilizando dados para 21 países no período 1986-2000. Nesse período, os países da Região implementaram um conjunto de políticas de cunho liberalizante visando remover as restrições legais com relação à liberdade para a circulação de capitais entre as fronteiras, bem como receberam grandes influxos de capitais privados.

Os cálculos econométricos apresentados no Capítulo 3 para a experiência da América Latina e Caribe também não corroboram a hipótese de que a Integração Financeira Internacional estimula o crescimento econômico. Os resultados para essa amostra de países, período, metodologia econométrica e indicador utilizado como *proxy* para o grau de Integração Financeira Internacional dos países, mostram um efeito adverso. Desse modo, o

trabalho oferece evidências empíricas de que o processo de Integração Financeira Internacional afetou adversamente o crescimento econômico dos países da Região no período. Em adição, foram testadas hipóteses para averiguar se a relação entre Integração Financeira Internacional e crescimento econômico depende do grau de abertura das economias ao comércio internacional, desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, prática de políticas econômicas consideradas ‘sadias’ pela literatura convencional e estabilidade macroeconômica. Os cálculos econométricos produzem resultados consistentes: não foram encontradas evidências empíricas de que a IFI estimula o crescimento econômico e nem que essa relação depende do grau de abertura das economias ao comércio internacional, desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, prática de políticas econômicas consideradas sadias pela literatura convencional e estabilidade macroeconômica.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGÉNOR, Pierre-Richard. Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts. Washington, The World Bank, 2003.

ARELLANO, M.; BOND, S. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies*, 58, 277-297, 1991.

BAER, M. Sistema Financeiro Internacional: Oportunidades e Restrições ao Financiamento do Desenvolvimento. São Paulo, Cadernos de Pesquisa Cebrap, jul/1995.

BAILLIU, J. N. Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries. Ottawa, Bank of Canada, Working Paper, 2000.

BALTAGI, B. H. Econometric Analysis of Panel Data. England: John Wiley & Sons, 1995.

BARRO, R. J.; SALA-I-MARTIN, X. Economic Growth. New York: McGraw-Hill, 1995.

BARRO R. J; MANKIW, N. G; SALA-I-MARTIN, X. Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth. *American Economic Review*, 85(1), pp 103–115, 1995.

BLUNDELL, R; BOND, S; WINDMEIJER, F. Estimation in Dynamic Panel Data Models: Improving on the Performance of The Standard GMM Estimators. The Institute for Fiscal Studies, Working Paper 12, 2000.

BOND, Stephen et alli. GMM Estimation of Empirical Growth Models. University of Oxford, Institute for Fiscal Studies, 2001.

BOND, Stephen. Dynamic Panel Data Models: A Guide to Micro Data Methods and Practice. London: Oxford and Institute for Fiscal Studies, cemmap Working Paper 09, 2002.

BOORMAN, J.; ALLEN, M. A New Framework for Private Sector Involvement in Crisis Prevention and Crisis Management. In: Reforming the International Financial System: Crisis Prevention and Response, FONDAD, December 2000, www.fondad.org.

BOSWORTH, B.; COLLINS, S. M. Capital Inflows, Investment, and Growth. Tokyo, Club Papers, 1999.

CALVO, G. et alli. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s. Journal of Economic Perspectives, v. 10, nº 2, p.123-139, 1996.

CARKOVIC, M.; LEVINE, R. Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth? University of Minnesota, 2002.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de et all. Controvérsias Recentes Sobre Controles de Capitais. Rio de Janeiro, IE-UFRJ, grupo moeda, 2003 (não publicado).

CARVALHO, F. C.; SICSÚ, J. Teorias e Experiências de Controles do Fluxo de Capitais: Focando o Caso da Malásia. Rio de Janeiro, IE-UFRJ, Texto par Discussão, 2004.

COHEN, D. Low Investment and Large LDC Debt in the 1980's. In: LEIDERMAN, L; RAZIN, A (orgs.). Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth. Cambridge University Press, 1994.

COOPER, R. N. Should Capital-Account Convertibility Be a World Objective? In: PETER, B. Kenen (ed). Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility. Princeton University, Department of Economics, Essays in international Finance nº 207, 1998 .

DAVIDSON, P. Volatile Financial Markets And The Speculator. Paper Presented as The Economic Issues Lecture to the Royal Economic Society Annual Conference, Warwick, England, April 1998a.

----- . The Case For Regulating International Capital Flows. Paper Presented at the Social Market Foundation Seminar on Regulation of Capital Movements, London, November 17, 1998b.

----- . Financial Markets, Money and the Real World. Massachusetts: Edward Elgar, 2002.

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

DEVLIN, Robert; et alli. Crescimento dos Fluxos de Capital e Desenvolvimento: Uma Visão Geral das Questões de Política Econômica. Rio de Janeiro: Pesquisa e Planejamento Econômico, v 24, nº3, p. 411-444, 1994.

DEWAN, E.; HUSSEIN, S. Determinants of Economic Growth: Panel Data Approach. Reserve Bank of Fiji, Working Paper 01, 2001.

EATWELL, John. International Financial Liberalization: The Impact on World Development. New York: CEPA Working Paper nº 1, 1996.

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

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

EDWARDS, S. Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different? Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Working Paper 8076, 2001.

EICHENGREEN, B.; et alli. Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects. Washington, International Monetary Fund, Occasional Paper nº 172, 1998.

----- Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us? Berkeley, California, University of California, 2001.

FERNANDEZ-ARIAS, E. The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull? Journal of Development Economics, v. 48, p. 389-418, 1996.

FISHER, Stanley. Capital Account Liberalization and the Role of the IMF. In: PETER, B. Kenen (ed). Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility. Princeton University, Department of Economics, Essays in international Finance nº 207, 1998 .

FRANCO, H. B.; PINHO NETO, D. M. A Desregulamentação da Conta de Capitais: Limitações Macroeconômicas e Regulatórias. São Paulo: Bolsa de Mercadorias e Futuros, 2003.

FRANKEL, J. A. Why Economies Grow the Why they Do? Canadian Business Economics, Spring/SuMMER, 1998.

GRIFFITH-JONES, S. Global Capital Flows: Should They Be Regulated? *ST MARTINS PRESS*, 1998.

HERNÁNDEZ, L. et alli. Determinants of Private Capital Flows in the 1970s and 1990s: Is There Evidence of Contagion? Fundo Monetário Internacional, Working Paper, 2001.

INTERNATIONAL MONETARY FOUND. International Financial Statistics. Disponível em www.imf.org.

KAMINSKY, G. L.; SCHMUKLER, S. L. On Booms and Crashes: Financial Liberalization and Stock Market Cycles. Washington, World Bank, 2001.

KEYNES, J. M (1936). A Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

KEYNES, J. M. (1937). A Teoria Geral do Emprego. In Szmrecsány, T. (Org). Keynes. São Paulo: Ática, 1984, 2ª ed.

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

KRAAY, A. In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization. Washington, World Bank, 1998.

LARRAÍN, F. et al. What Drives Capital Flows? Lessons from Recent Chilean Experience. Santiago, Universidad Católica de Chile, Instituto de Economía, Documento de Trabajo, 1994.

LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature, vol. XXXV, p. 688-726, 1997.

MARGARIDO, S. P. Fluxos de Capitais para a Economia Brasileira na Primeira Metade da Década de 90: Construção de Novos Vínculos Financeiros Externos e Emergência de Novos Riscos. Campinas, IE-Unicamp (dissertação de mestrado), 1997.

McLEAN, B.; SHRESTHA, S. International Financial Liberalization and Economic Growth. Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper nº 3, 2002.

MISHKIN, F. Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. NBER Working Paper Series, nº 5600, 1996.

PRASAD, E.; ROGOFF, K. et alli. Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. Fundo Monetário Internacional, 2003.

PRATES, D. M. Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa: A Economia Brasileira na Década de 90. Campinas, Dissertação de Mestrado, IE-UNICAMP, 1977.

QUINN, D. The Correlates of Change in international Financial Regulation. American Political Science Review, vol. 91, nº 3, p. 531-551, 1997.

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

RODRIK, D. Who Needs Capital-Account Convertibility? In: PETER, B. K. (ed). Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility. Princeton University, Department of Economics, Essays in International Finance nº 207, 1998.

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

SOTO, M. Capital Flows and Growth in Developing Countries: Recent Empirical Evidence. Paris, OECD Development Centre, Technical Papers nº 160, 2000.

STIGLITZ, J. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. Washington, World Bank, World Development vol. 28, nº 6, p. 1075-1086, 2000.

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

WORLD BANK. Global Links. Capturado em www.worldbank.org/data/archive/wdi-global.html.

WORLD BANK. World Development Indicators. CD – ROM, 2003.

ANEXOS

ANEXO 1

Índice de Liberalização da Conta de Capital - Kaminsky e Schmukler (2001)

CrITÉRIOS Utilizados para Definir o Grau de Liberalização da Conta de Capital

Condições para liberalização total

i) Obtenção de empréstimos no exterior por bancos e corporações: É permitido a bancos e corporações obterem empréstimos no exterior na maior parte livremente. Eles podem necessitar informar às autoridades, mas a autorização é concedida quase automaticamente. Requerimentos de reservas podem existir, mas são menores que 10%. A maturidade mínima requerida não é maior que 2 anos.

e

ii) Taxas de câmbio múltiplas e outras restrições: Não existem taxas de câmbio especiais para transações na conta corrente ou conta de capital. Não existem restrições para saída de capitais.

Condições para liberalização parcial

i) Obtenção de empréstimos no exterior por bancos e corporações: É permitido a bancos e corporações obterem empréstimos no exterior mas sujeitos a certas restrições. Requerimentos de reservas podem ser entre 10% e 50%. A maturidade mínima requerida pode ser entre 2 e 5 anos. Podem existir algumas coberturas na obtenção de empréstimos e certas restrições a setores específicos.

ou

ii) Taxas de câmbio múltiplas e outras restrições: Existem taxas de câmbio especiais para transações em conta corrente e conta de capital. Podem existir algumas restrições para saída de capitais.

Condições para nenhuma liberalização

i) Obtenção de empréstimos no exterior por bancos e corporações: Na maior parte, não é permitido a bancos e corporações obterem empréstimos no exterior. Requerimentos de reservas podem ser maiores que 50%. A maturidade mínima requerida é maior que 5 anos. Podem existir coberturas para obtenção de empréstimos e severas restrições para certos setores.

ou

ii) Taxas de câmbio múltiplas e outras restrições: Existem taxas de câmbio especiais para transações em conta corrente e de capital. Podem existir restrições para saída de capitais.

Países da Amostra

Países desenvolvidos: Canadá, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Japão, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Reino Unido e Estados Unidos.

Países em desenvolvimento: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Hong Kong, Indonésia, Coréia, Malásia, México, Peru, Filipinas, Taiwan, Tailândia e Venezuela.

Índice para liberalização total assume *score* 1, liberalização parcial *score* 2 e nenhuma liberalização *score* 3.

Gráfico A.1.1

Índice de Liberalização da Conta de Capital: Europa e Países do G-7

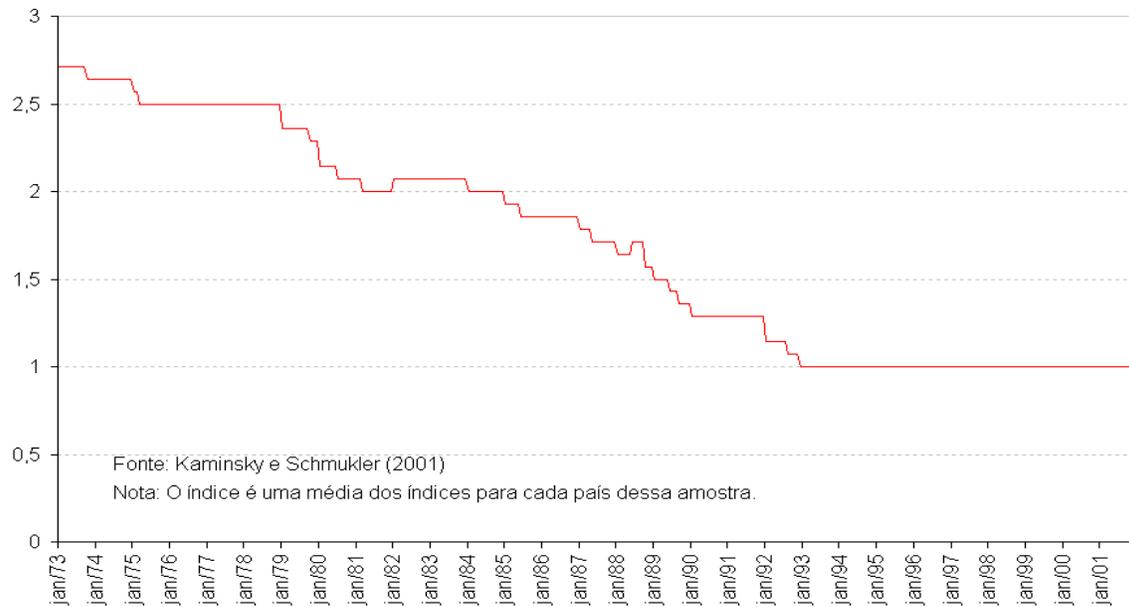


Gráfico A.1.2

Índice de Liberalização da Conta de Capital: Ásia e América Latina

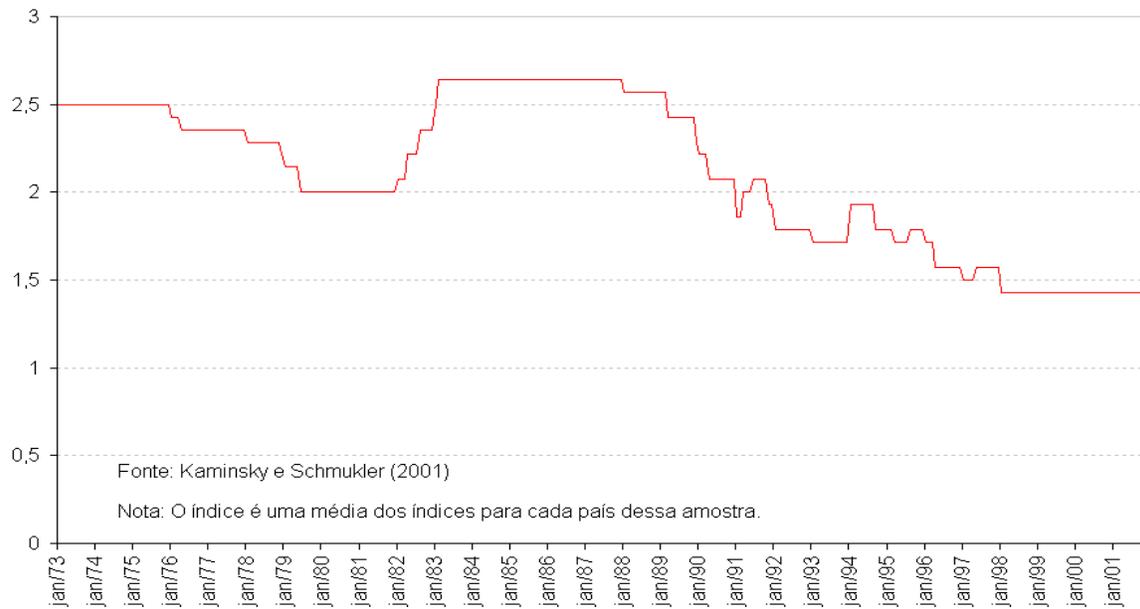


Gráfico A.1.3

Índice e Liberalização da Conta de Capital: Europa

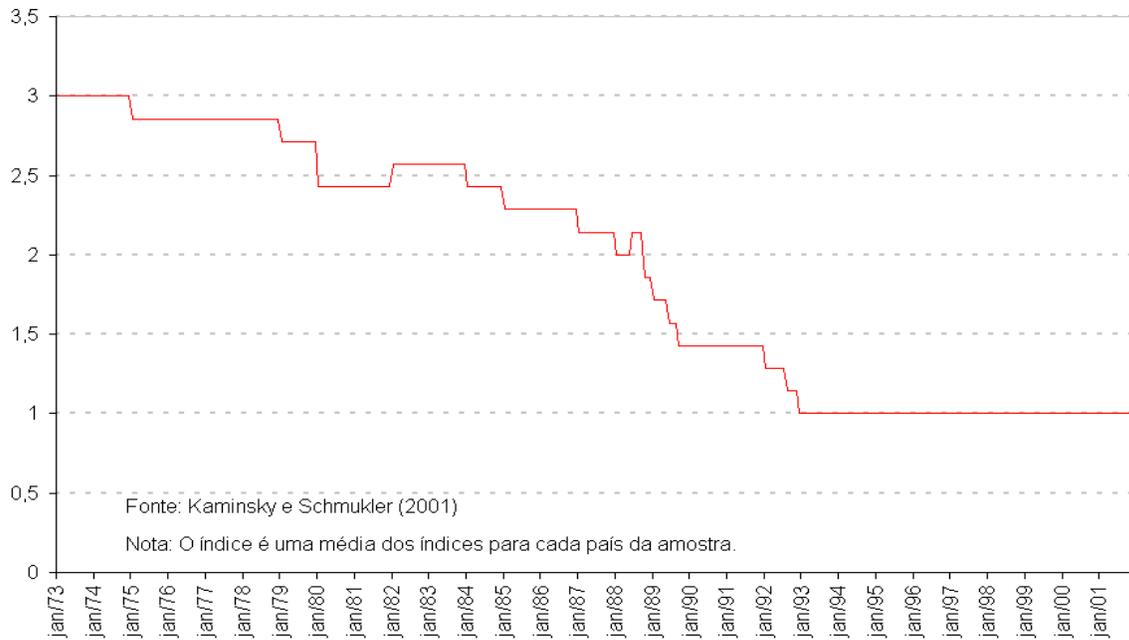


Gráfico A.1.4

Índice de Liberalização da Conta de Capital: Países do G-7

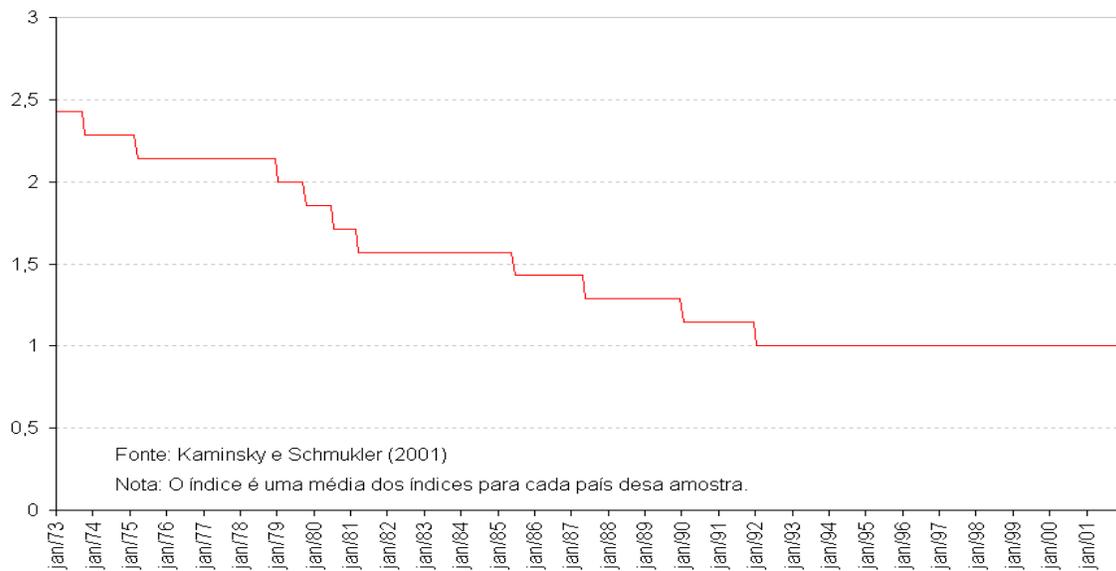


Gráfico A.1.5

Índice de Liberalização da Conta de Capital: Ásia

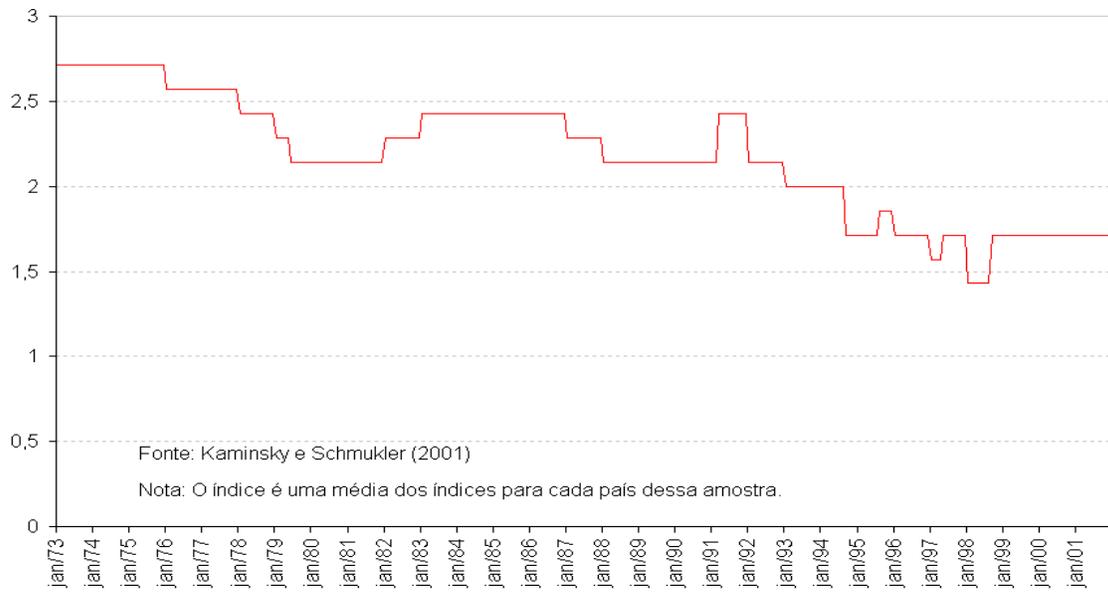


Gráfico A.1.6

Índice de Liberalização da Conta de Capital: América Latina

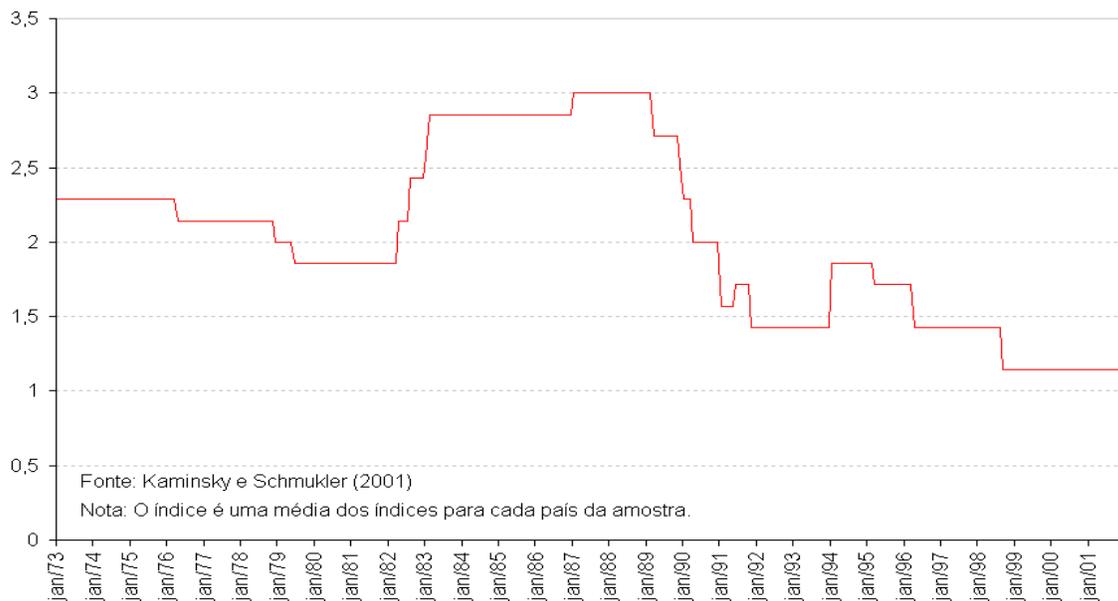


Gráfico A.1.7



Gráfico A.1.8

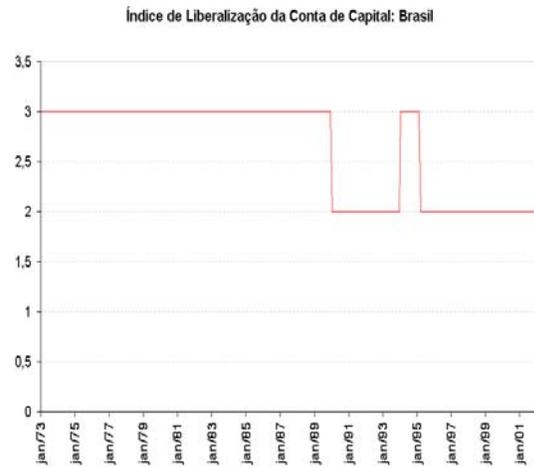


Gráfico A.1.9

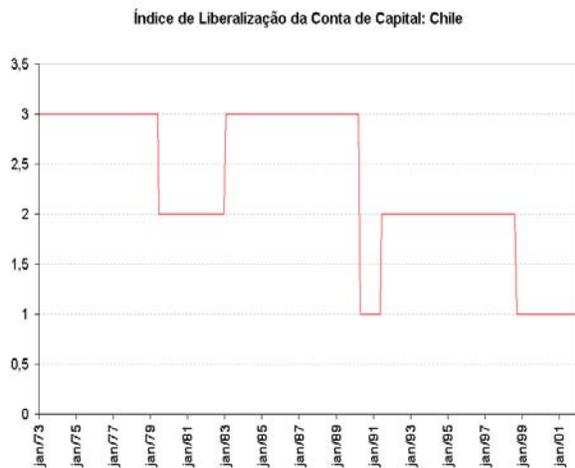


Gráfico A.1.10

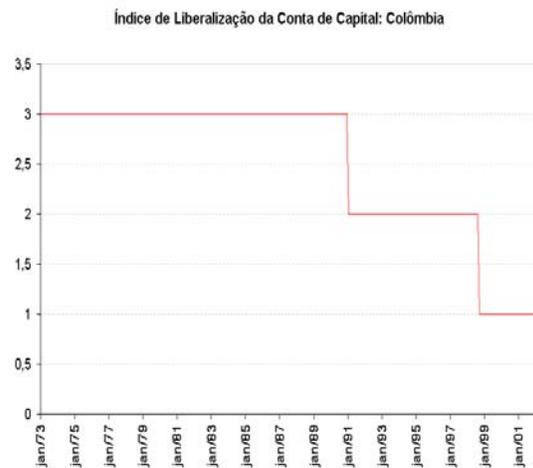


Gráfico A.1.11

Índice de Liberalização da Conta de Capital: México

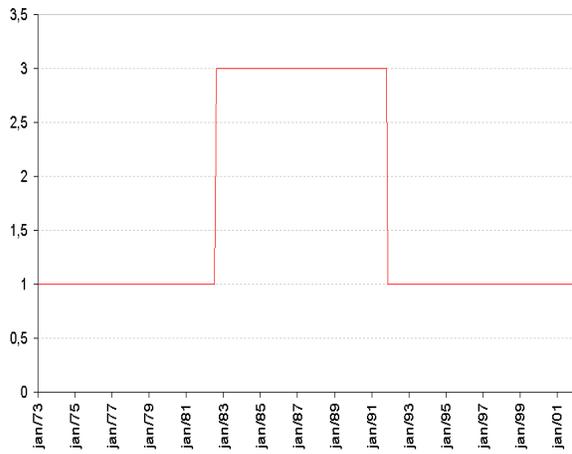


Gráfico A.1.12

Índice de Liberalização da Conta de Capital: Perú

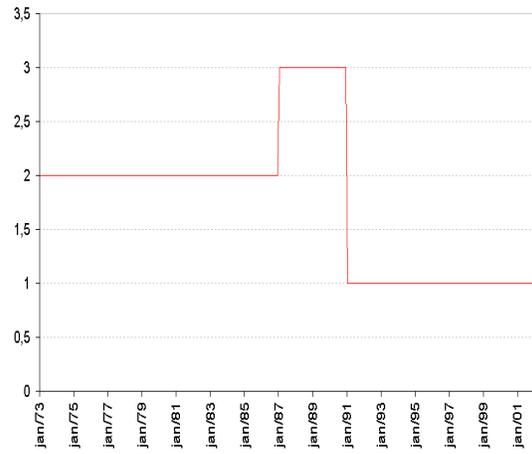
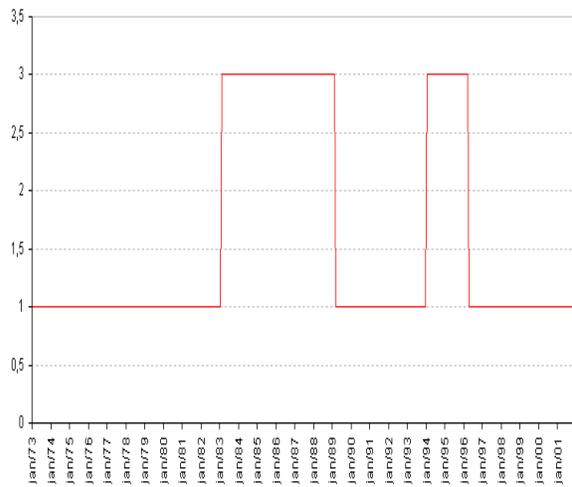


Gráfico A.1.13

Índice de Liberalização da Conta de Capital: Venezuela



ANEXO 2
Fluxos de Capitais

Gráfico A.2.1

Fluxos de Capitais Privados Brutos (GPCF - % PIB)

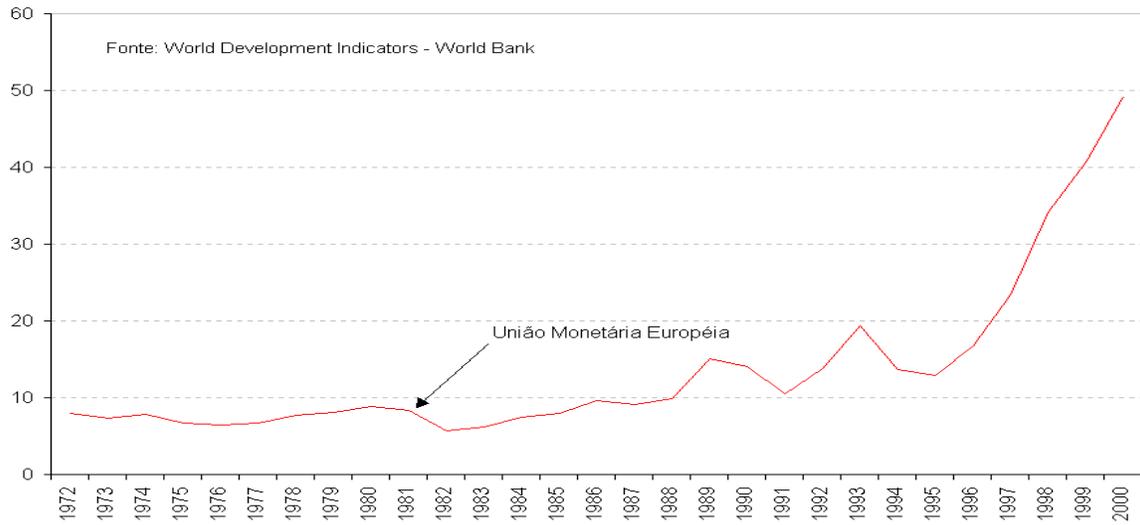


Gráfico A.2.2

Fluxos de Capitais Privados Brutos (GPCF - % PIB)

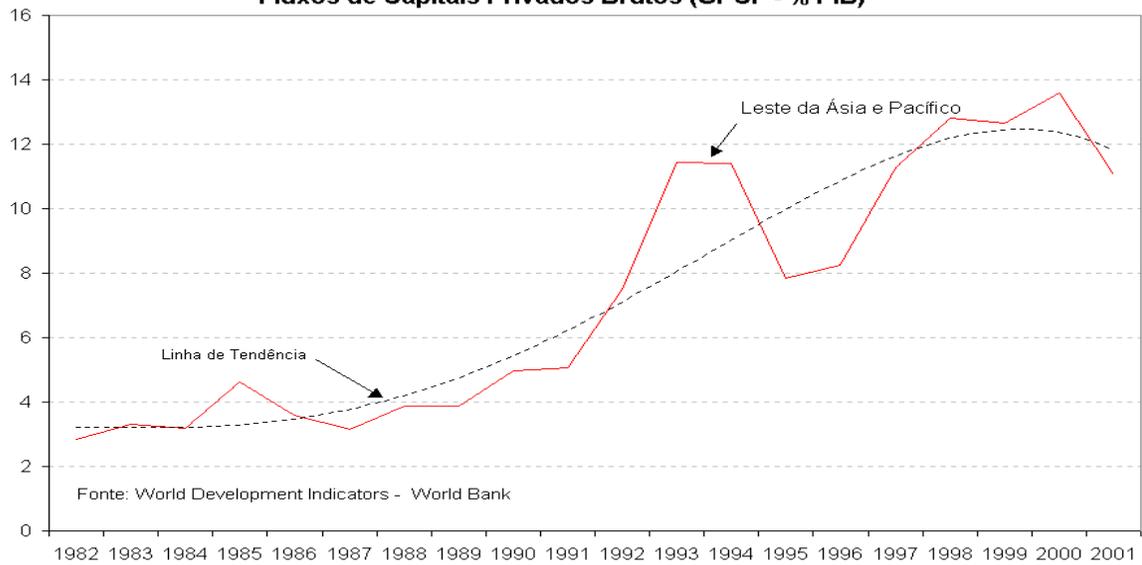


Gráfico A.2.3

Fluxos de Capitais Privados Brutos (GPCF - % PIB)

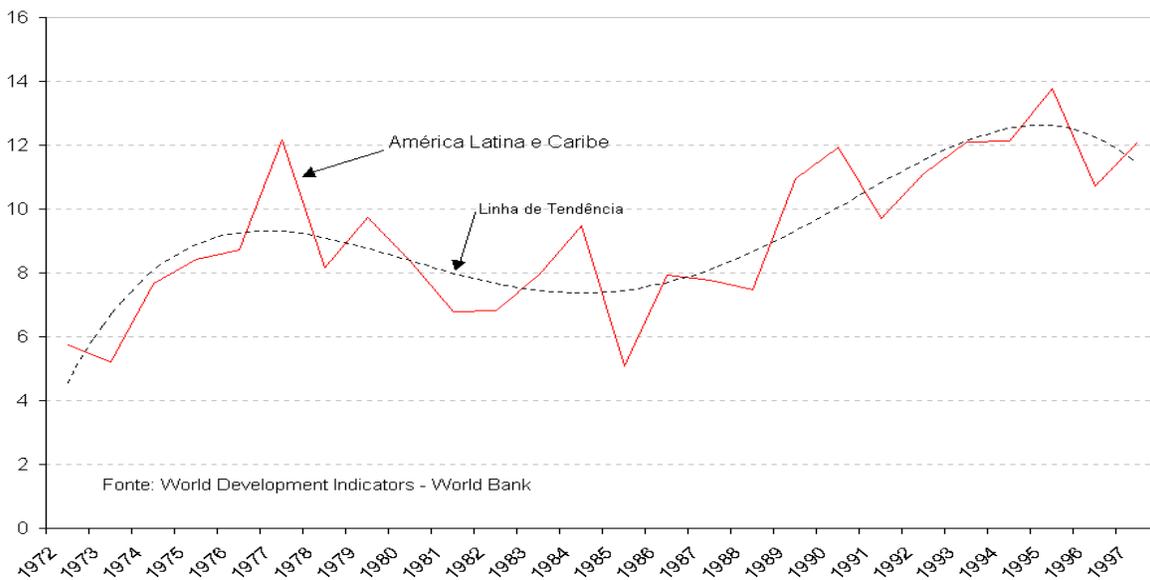


Gráfico A.2.4

Fluxos de Capitais Privados Líquidos (US\$)

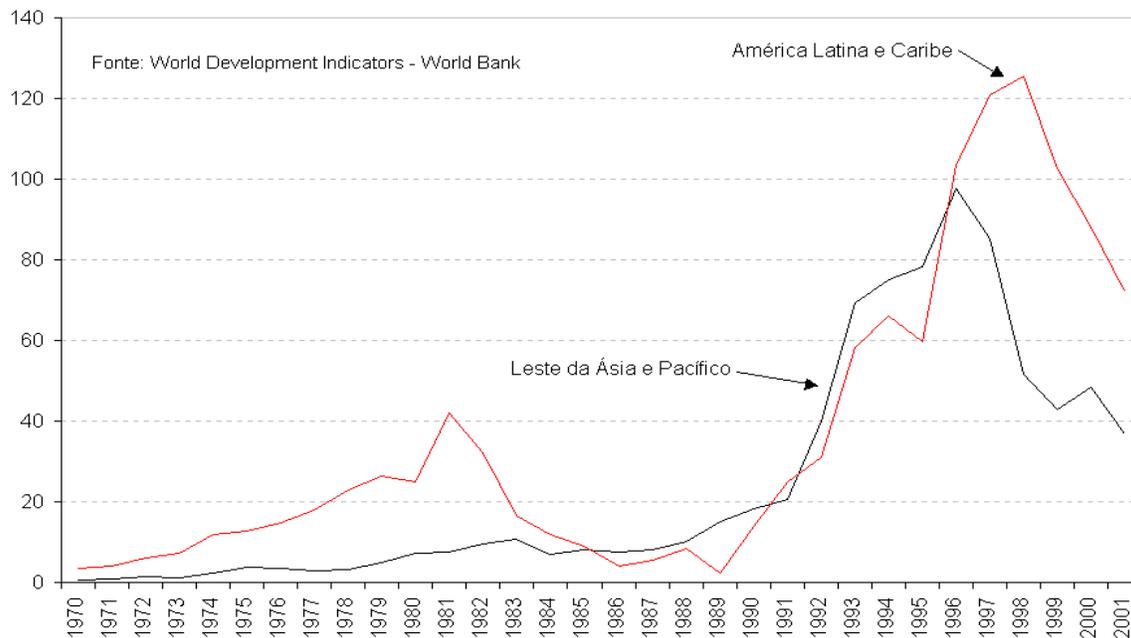
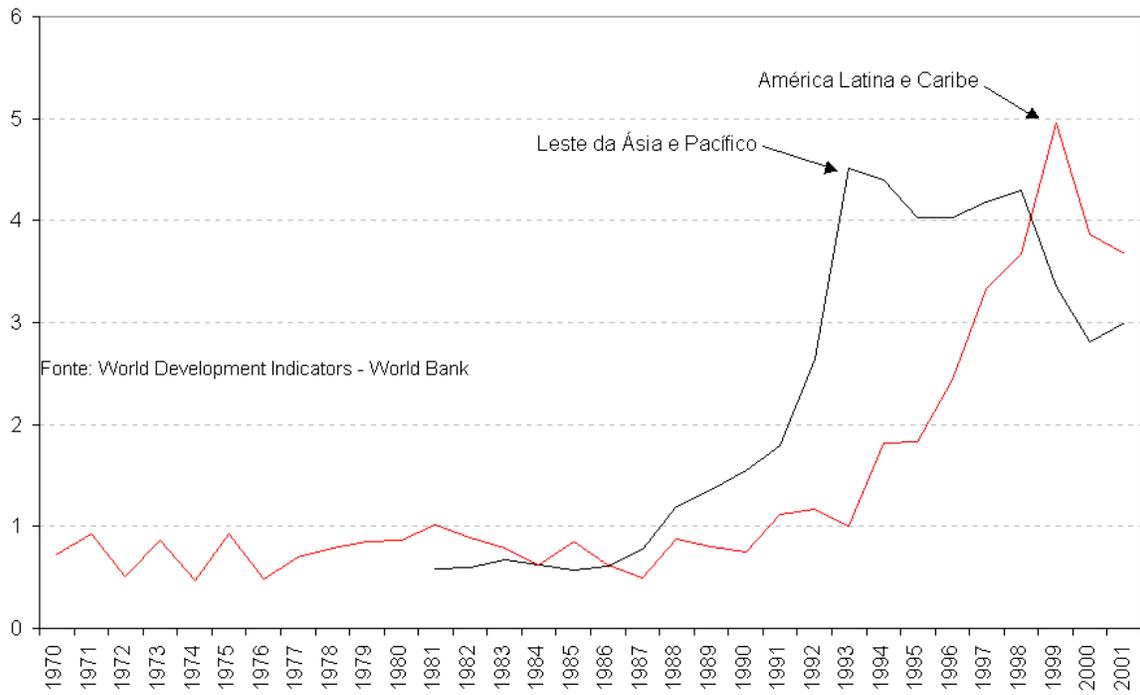


Gráfico A.2.5

Investimento Externo Direto Líquido (IED - % PIB)



ANEXO 3

Determinantes do Retorno dos Fluxos de Capitais Privados para a América Latina na Década de 90

Desde o final da década de 80 observa-se um aumento nos fluxos de capitais direcionados para os países em desenvolvimento, incluindo muitos países da América Latina envolvidos na crise da dívida externa na década de 80. O objetivo é expor, de forma bastante sintética¹⁰, dois conjuntos de fatores que explicariam o aumento dos fluxos de capitais direcionados para os países da América Latina na década de 90: fatores relacionados à dinâmica interna das economias e fatores externos à região.

2.1 Fatores Internos

O retorno dos fluxos de capitais para os países da região teria sido o resultado, em larga extensão, de uma positiva reação de investidores externos em resposta à implementação de programas de estabilização e reformas econômicas. As reformas dizem respeito, principalmente, à combinação de liberalização comercial e financeira, reforma do setor público e privatização de empresas estatais. Adicionalmente, um *mix* de ‘políticas macroeconômicas sadias’ teria mudado bruscamente as expectativas dos investidores externos, exercendo papel fundamental na redução dos riscos e incertezas relacionados a investimentos na região e aumentando sua rentabilidade (LARRAÍN et al, 1994; MARGARIDO, 1997). Essa argumentação fica clara na passagem seguinte, extraída de texto do FMI (apud MARGARIDO, op. cit., p.20):

Em adição à estabilidade macroeconômica, reformas estruturais e a orientação para o exterior das políticas de comércio [...] têm desempenhado um papel chave na atração de investimentos diretos estrangeiros. Desregulamentação financeira, privatização e reformas fiscais têm reduzido distorções e geralmente levam a melhores condições do lado da oferta, desta forma melhorando os potenciais retornos de investimentos de longo prazo. [...] Muitos países em desenvolvimento que têm liberalizado as políticas de comércio têm se

¹⁰ A exposição feita aqui não apresenta os argumentos tendo em vista a filiação teórica de cada autor, e sim sublinha os principais fatores externos e internos à região que explicariam o retorno dos fluxos de capitais, mesmo porque é

beneficiado de grandes fluxos de investimento direto. A possibilidade de importar bens de capital e bens intermediários tem influenciado a disposição de investidores estrangeiros de se engajar em investimentos de longo prazo. [...] Extensa desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros domésticos não apenas têm melhorado a alocação de poupanças em muitos países em desenvolvimento mas também atraídos largos influxos de capitais estrangeiros. [...] Estas reformas também têm dado suporte ao crescimento e ao desenvolvimento dos mercados acionários, que contribuem para a mobilização da poupança interna e ajudam a gerar capitais para investimentos a custos relativamente baixos.

A credibilidade nas reformas econômicas implementadas e políticas macroeconômicas seguidas teria sido reforçada por conta da renegociação da dívida externa nos moldes do Plano Brady, ou seja, como argumenta Fernandez-Arias (1996, p. 390):

Some see this new wave of voluntary capital inflows and rapidly improving creditworthiness as evidence that debt strategies have worked and domestic policies are on the right track. In this view, domestic factors are more important than external factors explaining these inflows.

A ativação do mecanismo de alocação internacional de poupanças, resultante do conjunto de transformações pelas quais passou o mercado financeiro internacional principalmente a partir do início da década de 80, aliada à construção de um quadro macroeconômico adequado na América Latina, seriam os principais fatores responsáveis pelo retorno dos fluxos de capitais privados voluntários para os países da região. Decorre dessa interpretação que a sustentabilidade desses fluxos seria em larga medida função de políticas domésticas, as quais estariam sob controle dos países da região.

2.2 Fatores Externos

O significativo aumento nos influxos de capitais ocorreu em países seguindo diferentes combinações de políticas macroeconômicas, diferentes programas de reformas e experimentando diferentes realidades políticas, o que levou vários analistas a atribuir a fatores externos o papel central na explicação. Esses fatores externos dizem respeito

possível encontrar autores de diferentes matizes teóricas defendendo argumentos semelhantes. Para uma revisão

especificamente à diminuição na taxa de crescimento e taxa de juros dos países desenvolvidos no início da década de 90, bem com a efeitos de contágio.

Primeiro, o baixo nível das taxas de juros nos países desenvolvidos na primeira metade da década de 90, teria aumentado a rentabilidade dos investimentos nos países da América Latina. Adicionalmente, dada a alta carga da dívida externa de muitos países da região, baixas taxas de juros tiveram como efeito uma redução desses pagamentos, melhorando as condições de balanço de pagamentos. Segundo, o início dos anos 90 foi de recessão nos Estados Unidos, Japão e muitos países da Europa. Essa fase do ciclo dos negócios internacionais tornou as oportunidades de lucro nos países em desenvolvimento mais atrativas. Como argumenta Calvo et alli (1996), esses dois efeitos tornam-se menos importantes na medida em que os países movem-se em direção à recuperação em meados da década. Uma citação de Baer (1995, p. 101) expõe de forma clara a relação entre o ciclo nos países centrais e os fluxos de capitais para as economias latino-americanas:

Em suma, cabe destacar que o fluxo de recursos financeiros privados para os países em desenvolvimento, e mais especificamente para a América Latina, é, antes de mais nada, condicionado pela dinâmica do crescimento nos países centrais e pela absorção de recursos por seus agentes de primeira linha, indicando um comportamento assíncronico desta absorção entre as economia industrializadas e a região latino-americana.

Terceiro, Calvo et alli (1996) chama a atenção para efeitos de contágio na explicação do retorno dos fluxos de capitais para os países da América Latina. Segundo essa interpretação,

[...] a large shift in capital flows to one or two large countries in a region may generate externalities for the smaller neighboring countries [...] it could be argued that Mexico's and Chile's re-entry into international capital markets in 1990 made investors more familiar and more willing to invest in other emerging markets in Latin America.

Esses efeitos tornam-se mais importantes na segunda metade da década de 90 devido à ocorrência de várias crises financeiras/balanço de pagamentos em vários países em desenvolvimento. Hernández et alli (2001) chama a atenção para duas causas desses efeitos:

i) perdas sofridas por investidores em um mercado i podem levar a mudanças no portfólio e, dessa maneira, vendas no mercado j ;

ii) comportamento de manada, explicado pelo fato de que para pequenos investidores não é economicamente eficiente estarem bem informados todo o tempo acerca de todos os mercados nos quais eles investem. Em vez disso, é mais eficiente imitar o comportamento de grandes e bem informados investidores ou, alternativamente, revisar as avaliações acerca de países onde investem, apenas esporadicamente e o fazendo tendo em vista a similaridade de grupos de países. Isso implica que o mercado como um todo reagirá rapidamente e desproporcionalmente à mudança nos fundamentos de um país i , quando, por exemplo, um choque em um país j sinalizar aos investidores uma mudança no ambiente.

Por identificar nos fatores externos os principais determinantes dos fluxos de capitais para as economias em desenvolvimento e especificamente para a América Latina, decorre que “This ‘push’ story leads to the concern that these flows are highly volatile because they are subject to factors beyond the control of policy-makers” (FERNANDEZ-ARIAS, op. cit., p.390).

ANEXO 4

Modelo de Crescimento Endógeno AK com Fluxos de Capitais

Numa versão para economia fechada do modelo AK , a produção agregada da economia é dada por:

$$Y_t = AK_t \quad (1)$$

Não existe nenhum crescimento populacional neste modelo e a economia produz somente um bem, que pode ser consumido ou investido. O estoque de capital deprecia à taxa δ por período, de modo que o investimento bruto é igual a:

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta)K_t \quad (2)$$

Uma fração, ϕ , de cada unidade monetária poupada está disponível para investimento, onde $1 - \phi$ é retida pelos intermediários financeiros como uma recompensa pelos serviços oferecidos. O equilíbrio no mercado de capitais requer que a fração poupada pelos residentes domésticos, após subtrair a parte que fica com os intermediários financeiros, seja igual ao investimento bruto:

$$\phi S_t = I_t \quad (3)$$

Através das equações (1), (2) e (3), suprimindo os índices de tempo, deduz-se que a taxa de crescimento do produto, g , pode ser escrita como segue:

$$g = A\left(\frac{I}{Y}\right) - \delta = A\phi s - \delta \quad (4)$$

Onde s denota a taxa bruta de poupança. Essa equação representa a taxa de crescimento de *steady-state* de uma economia fechada utilizando o modelo AK com intermediação financeira. A equação (4) revela dois canais através dos quais o desenvolvimento financeiro

pode afetar o crescimento econômico: i) o primeiro canal envolve a eficiência no processo de canalização da poupança para o investimento ($\uparrow \phi$); ii) um aumento na intermediação financeira pode afetar o crescimento econômico se melhora a alocação do capital. Nesse modelo, uma melhora na alocação do capital se traduz em alto crescimento econômico, porque ele aumenta a produtividade total do capital ($\uparrow A$).

Esse modelo pode ser estendido para incorporar os fluxos de capitais, admitindo que agentes externos possam investir no país e que, por simplicidade, o fazem através dos intermediários financeiros. Na presença de fluxos internacionais de capitais, o equilíbrio no mercado de capitais torna-se:

$$\phi^* (S_t + NCF_t) = I_t^* \quad (3')$$

Onde NCF_t representa os fluxos internacionais de capitais líquidos. A taxa de crescimento de *steady-state* é agora dada por:

$$g^* = A^* \left(\frac{I^*}{Y} \right) - \delta = A^* \phi^* \left(\frac{S + NCF}{Y} \right) - \delta = A^* \phi^* s^* - \delta \quad (4')$$

A taxa de crescimento de *steady-state* do modelo *AK* com intermediação financeira e fluxos internacionais de capitais pode agora ser comparada com a taxa de crescimento de *steady-state* para uma economia fechada com intermediação financeira. Essa comparação permitirá realçar os canais através dos quais os fluxos de capitais podem influenciar o crescimento econômico neste simples modelo de crescimento endógeno:

i) fluxos de capitais podem promover crescimento econômico se eles levam ao aumento da taxa de investimento. Então, g^* será maior que g se s^* for maior que s , tudo o mais permanecendo constante. Para a taxa de poupança aumentar na presença de mobilidade internacional de capitais, os fluxos de capitais líquidos devem ser positivos (isto é $NCF_t > 0$), os fluxos de capitais devem ser utilizados para financiar investimento e não consumo e,

por fim, os investimentos financiados com recursos externos não devem substituir os investimentos financiados com recursos domésticos, e sim complementá-los;

ii) os fluxos de capitais podem promover crescimento econômico se eles levam a investimentos que são associados com *spillovers* positivos. Se os fluxos de capitais levam a investimentos que geram *spillovers* positivos, então eles aumentarão a produtividade marginal do capital, de modo que A^* tenderá a ser mais alto do que A tudo o mais permanecendo constante.

iii) Na medida em que os fluxos de capitais são intermediados por instituições financeiras domésticas, eles tendem a ter um efeito positivo no crescimento econômico por tornarem o setor financeiro do país recipiente mais eficiente (isto é, $\phi^* > \phi$) e/ou mais hábil na seleção de projetos em investimentos produtivos (isto é, $A^* > A$).

iv) esse simples modelo também mostra que o nível de desenvolvimento financeiro doméstico joga um papel importante na relação entre influxos de capitais e crescimento econômico. Considerando dois países com diferentes níveis de desenvolvimento do setor financeiro e supondo que o país com o sistema financeiro mais desenvolvido é o país 1 e o outro é o país 2. Tudo o mais constante, esperaríamos que $A^1 > A^2$ e $\phi^1 > \phi^2$. Então, mesmo se ambos os países recebessem uma mesma quantidade de fluxos de capitais, esse modelo prediz que o país com o sistema financeiro mais desenvolvido terá uma taxa de crescimento mais alta, porque o setor financeiro desse país é mais eficiente para converter fundos em investimentos produtivos e mais hábil para alocá-los nos projetos de investimento mais produtivos.

ANEXO 5

Definição de Variáveis, Fonte de Dados e Amostra de Países

1. Definição de Variáveis e Fonte:

- A taxa de crescimento do PIB *per capita* real é calculada como a diferença do Ln do PIB *per capita* ($\ln \text{PIB}_t - \ln \text{PIB}_{t-1}$), de acordo com a literatura empírica;
- **PIB:** PIB *per capita*, US\$, preços constantes de 1995 (Fonte: World Development Indicators 2003 – World Bank);
- **Inflação:** Preços ao Consumidor, % anual (Fonte: World Development Indicators 2003 – World Bank);
- **Comércio:** Soma de exportações + importações de bens, mensurado em U.S. dólares correntes, dividido pelo valor do PIB mensurado em U.S. dólares correntes (Fonte: World Development Indicators 2003 – World Bank);
- **Governo:** Gastos finais do Governo em consumo como proporção do PIB, US\$, preços constantes de 1995 (Fonte: World Development Indicators 2003 – World Bank);
- **Investimento:** Formação Bruta de Capital Fixo como proporção do PIB, US\$, preços constantes de 1995 (Fonte: World Development Indicators 2003 - World Bank);
- **Crédito:** Crédito de Instituições Bancárias para o Setor Privado como proporção do PIB, preços correntes, moeda nacional (International Financial Statistics – IMF);
- **GPCF (Fluxos Brutos de Capitais Privados):** Soma de entradas mais saídas de Investimento Externo Direto, Investimento de Portfólio e Outros Investimentos. O

indicador é calculado como proporção do PIB convertido a dólares internacionais usando paridade poder de compra (Fonte: World Development Indicators 2003 – World Bank).

2. Amostra

A princípio, todos os países da América Latina e Caribe estariam inclusos na amostra. No entanto, foram excluídos, obviamente, países para os quais não constam informações estatísticas.

- Argentina
- Belize
- Bolívia
- Brasil
- Chile
- Costa Rica
- Dominica
- República Dominicana
- Equador
- El Salvador
- Guatemala
- Honduras
- Jamaica
- México
- Panamá
- Paraguay
- Peru
- St. Lucia
- Sr. Vicente e Grenadines
- Uruguai

- Venezuela