

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA: ECONOMIA APLICADA

MILTON ANDRÉ STELLA

TRÊS ENSAIOS SOBRE OS IMPACTOS ECONÔMICOS DA INTEGRAÇÃO
FINANCEIRA

Porto Alegre

2009

MILTON ANDRÉ STELLA

TRÊS ENSAIOS SOBRE OS IMPACTOS ECONÔMICOS DA INTEGRAÇÃO
FINANCEIRA

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em
Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da
UFRGS, como quesito parcial para obtenção do Título
de Doutor em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht

Co-Orientador: Prof. Dr. Alexandre Alves Porsse

Porto Alegre

2009

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)

Responsável: Biblioteca Gládis W. do Amaral, Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS

S824t Stella, Milton André
Três ensaios sobre os impactos econômicos da integração financeira / Milton André Stella. – Porto Alegre, 2009.
105 f. : il.

Orientador: Ronald Otto Hillbrecht ; co-orientador: Alexandre Alves Porsse.

Tese (Doutorado em Economia) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, 2009.

1. Integração financeira : Sistema financeiro. 2. Integração financeira : Instituições. 3. Integração financeira : Países em desenvolvimento. 4. Integração financeira : Brasil. I. Hillbrecht, Ronald Otto. II. Porsse, Alexandre Alves. III. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Programa de Pós-Graduação em Economia. IV. Título.

CDU 339.727

MILTON ANDRÉ STELLA

TRÊS ENSAIOS SOBRE OS IMPACTOS ECONÔMICOS DA
INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em
Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da
UFRGS, como quesito parcial para obtenção do Título
de Doutor em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, ____ de ____ de 2009.

Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht - Orientador

UFRGS

Prof. Dr. Adelar Fochezatto - Examinador

PUCRS

Prof. Dr. Divanildo Triches - Examinador

Unisinos

Prof. Dr. Sabino da Silva Porto Júnior - Examinador

UFRGS

AGRADECIMENTOS

Esta tese é o resultado de dez anos de dedicação e trabalho contínuo, iniciado nos estudos em nível de mestrado na UFRGS. Ao longo deste período muitas fases foram vividas: a do orgulho da conquista das metas planejadas, a da apreensão dos novos desafios, a da frustração das derrotas sofridas, a da busca da motivação para recomeçar, para continuar e para finalmente cumprir mais esta etapa da vida.

Neste caminho percorrido, algumas pessoas tiveram um papel determinante e, sem elas, possivelmente este objetivo não poderia ser alcançado.

Gostaria de agradecer imensamente ao meu orientador, Professor Dr. **Ronald Otto Hillbrecht**, pelo exemplo, dedicação, apoio e compreensão nos momentos mais difíceis desta caminhada. Obrigado por me dar força para continuar e por compreender cada fase vivida deste processo.

Gostaria de agradecer alguns colegas e amigos que estiveram ao meu lado nos momentos mais críticos deste período. Ao amigo **Aod Cunha**, pela força e por jamais me deixar esquecer de voltar a trilha correta, quando dela eu estava desviando. O amigo **Igor Moraes**, pelo tempo dedicado às discussões dos melhores rumos a serem seguidos no trabalho. E, por fim, ao meu Co-Orientador **Alexandre Alves Porsse**, pela inestimável contribuição nas análises empíricas desenvolvidas.

Também gostaria de agradecer aos professores do Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRGS, em especial os Professores **Marcelo Savino Portugal** e **Eduardo Pontual Ribeiro**, pelos ensinamentos e exemplos profissionais a serem seguidos.

Este agradecimento se estende aos **funcionários** do Programa de Pós-Graduação em Economia pela atenção e carinho com que sempre trataram das questões administrativas relacionadas a mim.

Por fim, gostaria de fazer um especial agradecimento aos meus pais, **Lídia** e **Milton**, meus irmãos, **Diogo** e **Joséli**, e minha esposa, **Cristiane**, pelo apoio, motivação e compreensão durante todo este tempo. Somente pessoas muito especiais como vocês são capazes de aceitar e compreender as privações pessoais impostas durante este tempo para que esta tese fosse concluída.

RESUMO

Este estudo reúne três ensaios que abordam os impactos econômicos do processo de integração financeira dos países. No primeiro, é feita uma revisão da literatura acerca do tema, identificando as principais mudanças no foco das discussões relacionadas aos impactos da abertura de capital. As análises deixam de se centrar nos impactos diretos e passam a enfatizar também os impactos colaterais da integração financeira. Além disso, reconhecem o papel das particularidades de cada país no resultado econômico alcançado. Características como o grau de desenvolvimento do setor financeiro doméstico e a qualidade das instituições parecem influenciar nos resultados da integração financeira. O segundo ensaio testa se a abertura de capital, por representar um canal de punição às políticas mal avaliadas pelo mercado, pode estimular reformas institucionais. Os resultados, para a amostra de 39 países utilizada, confirmam esta visão. O estudo também indica que as instituições sofrem transformação por até três períodos posteriores ao da abertura financeira. Por fim, o terceiro ensaio testa se a abertura financeira da economia brasileira é um exemplo que confirma a teoria dos impactos colaterais deste processo, avaliando se a volatilidade do PIB se reduz e se ocorrem transformações na condução da política econômica após a abertura financeira. Os resultados confirmam parcialmente esta posição.

Palavras-chave: Integração financeira. Instituições. Países em desenvolvimento. Reformas. Volatilidade.

ABSTRACT

The study is a combination of three essays about the economic impacts of the countries' financial integration process. In the first one, it is done a survey about the topic, identifying the most important changes in the discussions about the impacts of financial integration. The analysis is moving away from the traditional approach centered on the direct impacts of the process and starts to emphasize the collateral impacts of the financial integration process too. The literature also recognizes the role of specific characteristics present in each country to the financial integration outcomes. Characteristics like the local financial sector degree of development and institutional quality seems to have influence in the financial integration results. The second essay tests whether the financial integration, due to its capacity to work as a channel for punishment of deviations from the economic policies accept for the market, can stimulate institutional reforms. The results, using a sample of 39 countries, confirm this view. The study also indicates that the institutional indicator evolves for about three periods after the financial integration date. Lastly, the third essay tests whether the Brazilian financial integration process is an example that confirms the theory of collateral impacts of this process, evaluating whether the GDP's volatility reduces after the financial integration and whether it is observed changes in the conduction of economic policies. The results partially confirm this position.

Keywords: Developing countries. Financial integration. Institutions. Reforms. Volatility.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 - Efeito Temporal da Abertura Financeira sobre o Indicador Institucional	57
Gráfico 2 - Efeito Temporal da Abertura Financeira sobre o Indicador Institucional: América Latina	58
Gráfico 3 - Emergentes da Ásia.....	59
Gráfico 4 - Outros desenvolvidos.....	59
Gráfico 5 - Efeito Temporal da Abertura Financeira sobre o Indicador Institucional – Outros Países em Desenvolvimento	60
Gráfico 6 - Taxa de Crescimento do PIB Acumulada por Períodos de Dez Anos	78
Gráfico 7 - Decomposição.....	79
Gráfico 8 - Desvio Padrão da Taxa de Crescimento do PIB por Períodos Seleccionados.....	80
Gráfico 9 - Desvio Padrão do Ciclo HP do PIB por Período Seleccionado.....	81
Quadro 1 - Classificação das Mudanças Institucionais e Políticas no Brasil	76

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Integração Financeira nos Países da Amostra	52
Tabela 2 - Resultados da Regressão	54
Tabela 3 - Efeito Temporal da Abertura Financeira no Desenvolvimento Institucional (Valor dos parâmetros da variável BEKAERT defasada em diferentes períodos)	57
Tabela 4 - Resultados das Regressões GARCH	83

LISTA DE SIGLAS

ADRs - American Depositary Receipt
AREAER - Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions
BERI - Business Environment Risk Intelligence
EMBI - Emerging Markets Bond Index
EQFLOW - Equity Flow
EUA - Estados Unidos da América
FMI - Fundo Monetário Internacional
GATT - General Agreement on Tariffs and Trade
HP - Hodrick-Prescott
IDE - Investimento Direto Estrangeiro
IFC - International Finance Corporation
IFCG - International Finance Corporation Global
IFCI - International Finance Corporation Investable
OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OMC - Organização Mundial do Comércio
ORI - Operations Risk Index
PIB - Produto Interno Bruto
PRI - Political Risk Index
R Factor - Remittance and Repatriation Fator
RMCCI - Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais
TIR - Transferências Internacionais em Reais

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 EVOLUÇÃO RECENTE E NOVOS RUMOS DA LITERATURA SOBRE INTEGRAÇÃO FINANCEIRA	13
2.1 A INTEGRAÇÃO FINANCEIRA PODE TRAZER BENEFÍCIOS ECONÔMICOS?....	16
2.2 ABERTURA DA CONTA DE CAPITAL E O RISCO DE CRISE FINANCEIRA	22
2.3 HETEROGENEIDADE DOS PAÍSES E OS EFEITOS DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA	25
2.4 O QUE FAZER PARA QUE A INTEGRAÇÃO FINANCEIRA BENEFICIE OS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO.....	27
2.5 CONCLUSÃO.....	39
3 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA E REFORMAS INSTITUCIONAIS	43
3.1 EVOLUÇÃO RECENTE DA LITERATURA ACERCA DOS IMPACTOS DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA	45
3.2 BASE DE DADOS	47
3.3 PAÍSES ANALISADOS	51
3.4 ANÁLISE EMPÍRICA	53
3.5 ANÁLISES FUTURAS.....	61
3.6 CONCLUSÕES	62
4 IMPACTOS COLATERAIS DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA: O CASO BRASILEIRO ENTRE 1980 E 2009	65
4.1 EFEITOS INDIRETOS DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA	70
4.2 ESTUDO DO CASO BRASILEIRO	72
4.3 CONCLUSÕES	84
5 CONCLUSÃO GERAL	86
REFERÊNCIAS	90
ANEXO A - Comportamento do Índice que Captura as Alterações Institucionais dos Países ao longo do Tempo.....	99
ANEXO B - Critério de Informação de Akaike para o Modelo Garch	105

1 INTRODUÇÃO

Há muito tempo, a literatura econômica vem promovendo um intenso debate sobre os impactos econômicos do processo de integração financeira dos países. As conclusões apresentadas em Solow (1956), indicando que o livre fluxo de capitais permitiria uma alocação mais eficiente dos recursos e que este processo beneficiaria principalmente os países mais pobres, acelerando as suas taxas de crescimento, rapidamente sofreram contestações.

Durante anos, o debate ficou centrado entre aqueles que apoiavam e encontravam evidências suportando a teoria do chamado Modelo Neoclássico, e aqueles que contrapunham estes resultados, apontando o processo de integração como o principal responsável pela ocorrência de crises financeiras recorrentes, principalmente nos países em desenvolvimento. Ou seja, para os críticos do modelo neoclássico, a abertura de capital beneficiaria predominantemente os países desenvolvidos e não os que se encontram em estágio inicial de desenvolvimento.

Recentemente, a literatura incorporou uma nova corrente de análise do papel da abertura de capital. Estes autores destacam que o processo de integração financeira pode gerar efeitos indiretos benéficos aos países que vão além dos simples ganhos de eficiência alocativa. Estes ganhos poderiam ocorrer na forma da redução da volatilidade do produto e do consumo agregado, e estimular reformas pró-mercado, como maior controle da inflação e gestão responsável das finanças públicas.

Além disso, a literatura passou a reconhecer a importância da heterogeneidade dos países nos resultados do processo de abertura financeira. É cada vez mais consensual que países com graus distintos de desenvolvimento institucional podem ter resultados completamente diferentes quando se engajam em processos similares de abertura.

O objetivo deste trabalho é aprofundar a análise dos impactos da abertura financeira principalmente no que se refere aos seus impactos indiretos. O estudo está organizado em três artigos independentes, cada qual com seus próprios objetivos.

No primeiro, faremos uma revisão da literatura mais recente sobre o tema da abertura de capital dos países. Buscaremos neste estudo reconstruir o caminho percorrido pela literatura ao longo do tempo e destacar as novas frentes que estão se abrindo, com destaque para o reconhecimento dos canais indiretos de propagação dos efeitos da abertura financeira, e da heterogeneidade dos países para a potencialização dos resultados deste processo. Além

disso, o artigo visa indicar que ações de prevenção e controle, apontadas pela literatura, podem reduzir o risco inerente ao processo de integração financeira.

O segundo estudo tem como objetivo central buscar evidências quanto à capacidade da abertura financeira estimular reformas institucionais nos países. Para tanto, testamos um aspecto destacado como efeito indireto da integração financeira. Utilizamos um painel de coeficientes fixos contendo 39 países, desenvolvidos e em desenvolvimento, classificados em cinco subgrupos para ampliar a discussão acerca das características específicas dos países ou regiões e dos seus efeitos cruzados. Além disso, o estudo incorpora uma nova base de dados institucionais que até então não havia sido utilizada em outros estudos, permitindo que se examine a sensibilidade dos resultados a alterações da amostra e dos dados utilizados nos testes.

No terceiro artigo utilizamos o estudo de caso do processo de integração financeira do Brasil para testarmos os efeitos colaterais da abertura. Buscamos mostrar que a economia brasileira pode ser um exemplo de adaptação ao cenário de integração. O principal aspecto analisado foi o comportamento da volatilidade do Produto Interno Bruto (PIB) entre 1980 e 2009. Adicionalmente, classificamos as alterações de política econômica registradas no período e testamos quais conjuntos de mudanças mais contribuíram para a redução da volatilidade do produto.

Por fim, a seção final do trabalho traz as conclusões gerais obtidas nos três estudos. Além disso, aponta as questões que permanecem em aberto e podem ser objeto de extensões das análises realizadas neste experimento.

2 EVOLUÇÃO RECENTE E NOVOS RUMOS DA LITERATURA SOBRE INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

A intensificação do processo de integração financeira a partir do final dos anos 80, início dos 90, desencadeou uma série de estudos a respeito dos seus impactos sobre o desempenho das economias industrializadas e em desenvolvimento. Esse conjunto de estudos, entretanto, não chegou a uma conclusão comum quanto aos seus efeitos, mantendo o questionamento quanto a real capacidade da abertura da conta de capital ter impactos positivos sobre a atividade econômica.

Segundo Mishkin (2006), o processo de integração econômica entre os países seguiu uma trajetória cíclica ao longo do tempo. A primeira grande era da globalização teria ocorrido no período entre 1870 e 1914, quando a integração comercial teria crescido em torno de 4% ao ano, passando de 10% do PIB mundial em 1870 para mais de 20% em 1914. Neste mesmo período o fluxo de capitais cresceu aproximadamente 4,8% ao ano e saltou de 7% do PIB mundial para algo próximo de 20% em 1914. A primeira grande onda de globalização foi acompanhada por uma prosperidade sem precedentes, refletida no aumento da renda *per capita* que cresceu a uma taxa anual média de 1,3%, enquanto que entre 1820 e 1870 seu desempenho não passou de 0,53% ao ano.

Mais importante do que os dados de crescimento do PIB e crescimento da renda *per capita* ao longo do período, foi a constatação da ocorrência de redução dos diferenciais de renda entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento. Países que tinham níveis de renda muito inferiores aos de países ricos e se engajaram no processo de globalização do período em questão, reduziram significativamente estes diferenciais. Estes foram os casos do Japão e da Argentina. O primeiro, após sofrer pressões para abrir a sua economia ao comércio com os EUA, passou a ter crescimento da renda *per capita* de 1,5% ao ano em média entre 1870 e 1913, acima da registrada no Reino Unido, de 1%. Assim, a diferença de renda entre os dois países foi reduzida. O caso argentino é ainda mais emblemático, pois o país que registrava renda *per capita* de aproximadamente 40% da renda do Reino Unido em 1870 passa para 75% da renda daquele país em 1913, resultado de uma taxa de crescimento da renda *per capita* média de 2,5% ao ano. Por outro lado, países que fizeram o caminho contrário, optando pelo isolamento, como a China, tiveram uma deterioração da renda *per capita*, caindo de 24% da renda do Reino Unido para 13% deste, como apontam Lindert e Willianson (2001).

A primeira onda de globalização foi interrompida pelo início da primeira Guerra Mundial. O conflito provocou reduções drásticas dos fluxos de comércio e de capitais. Entre 1914 e 1939, o comércio internacional caiu de uma média de 22% do PIB mundial para 16% e o fluxo de capitais despencou de algo em torno de 20% para aproximadamente 8% do PIB mundial.

Além dos problemas causados pela guerra, a economia americana entra em colapso em 1929, gerando efeitos por todo o mundo. Foram 10 anos de estagnação da economia mundial que resultaram no crescimento de correntes fascistas e nazistas na Itália e na Alemanha, culminando com a Segunda Guerra Mundial. O período entre 1939 e 1945 marcou a grande reversão do processo de integração econômica.

A segunda grande onda de globalização começa nos anos de 1960 e se estende até hoje. O processo de retomada inicia em 1944, com o acordo de Bretton Woods, com a criação das instituições financeiras internacionais que teriam a responsabilidade de coordenar esse processo, através do estímulo ao aumento do comércio internacional e da expansão do crédito de longo prazo para a reconstrução dos países europeus destruídos pela guerra e desenvolvimento das economias menos industrializadas. Na seqüência surge o *General Agreement on Tariffs and Trade* (GATT), que depois evoluiu para a Organização Mundial do Comércio (OMC), criada para regular as políticas de comércio internacional entre os países.

Já nos anos 50, o processo de globalização já dava sinais de recuperação e entre 1973 até os dias de hoje o comércio internacional passou de 22% para 42% do PIB mundial (crescimento médio de 11% ao ano) e os fluxos de capital passaram de 5% para 21% do PIB mundial. Entre 1960 até hoje, o crescimento médio da renda *per capita* ficou em torno de 2% ao ano, algo nunca antes registrado na história.

Aos críticos, que argumentam que a globalização aumentou a desigualdade de renda entre os países ricos e pobres, Mishkin (2006) responde dizendo que há um equívoco na interpretação dos dados econômicos. Se considerarmos os países que realmente buscaram entrar no processo de globalização, como a Coreia do Sul, por exemplo, houve uma brutal redução da desigualdade de renda entre países ricos e os ditos em desenvolvimento. Entretanto, os países que não se inseriram adequadamente no processo de integração, não só perderam renda relativamente aos seus parceiros envolvidos na globalização, como também tiveram queda em termos absolutos nas suas rendas *per capita*, aumentando a diferença com países desenvolvidos. Desta forma, é claro que quando comparamos os níveis de renda *per capita* entre os países desenvolvidos com a dos países mais pobres, esta diferença aumenta,

pois entre os países de baixo nível de renda predominam aqueles que não entraram no processo de integração comercial e financeiro.

A questão que surge é: se as evidências dos benefícios da globalização são tão contundentes, este deve ter se tornado um processo irreversível e estimulado por todos os países, certo? Infelizmente, a resposta é não. O risco de reversão neste ciclo de expansão da integração comercial e financeira ainda existe, com destaque para a América Latina e sua guinada em direção a governos de esquerda, defensores de políticas nacionalistas. Entre eles, é inevitável chamar a atenção para os casos da Argentina, terceira maior economia da região, e Venezuela, quarta maior economia.

Mas porque esse tipo de movimento anti-integração perdura? A questão é que a globalização não gerou resultados homogêneos entre seus participantes. Se, por um lado, existe certo consenso sobre os benefícios da integração comercial, isto é, relativo ao fluxo de bens e serviços entre os países, ainda falta muito para que haja uma opinião mais uniforme quanto aos efeitos da integração financeira. Alguns países como os chamados tigres asiáticos e o Chile, na América Latina, se engajaram no processo e colheram seus frutos, com crescimento acentuado e sustentado, reduzindo significativamente a diferença de renda *per capita* com os países desenvolvidos. Outros, entretanto, não obtiveram esse resultado e ainda sofreram com crises financeiras intensas, como a Argentina em 2001. Isso indica que talvez algumas pré-condições precisam existir para que os resultados positivos da globalização sejam concretizados.

O objetivo deste estudo é reunir evidências apontadas na literatura econômica acerca dos impactos do processo de integração financeira, seus aspectos positivos, negativos e elementos que podem potencializar os seus benefícios e reduzir a probabilidade de crise. Para tanto, além desta breve introdução, o estudo está organizado da seguinte forma: na seção dois reunimos evidências apontando os benefícios da integração financeira, tanto por seus canais diretos como por canais indiretos. Na seção três, apontamos a posição dos críticos da globalização. Autores que argumentam que a integração financeira gera mais prejuízos do que benefícios aos países em desenvolvimento, na medida em que este processo é a principal fonte de crises financeiras. Na quarta seção, reunimos estudos mais recentes que indicam mudanças no foco do debate sobre o tema. Os autores se afastam da discussão de posições mais extremadas sobre os efeitos da abertura financeira, baseadas em relações incondicionais entre fluxos financeiros e crescimento econômico, e analisam diversos fatores que podem afetar o resultado da integração. Na quinta seção, buscamos apontar o que países em desenvolvimento

podem fazer para reduzir o lado negativo da integração e potencializar a face positiva deste processo. Por fim, na seção seis, faremos as considerações finais.

2.1 A INTEGRAÇÃO FINANCEIRA PODE TRAZER BENEFÍCIOS ECONÔMICOS?

Diversos estudos buscaram reunir evidências empíricas quanto a real capacidade de a integração financeira promover benefícios econômicos, principalmente no que se refere a aceleração das taxas de crescimento do produto, conforme apontado em Solow (1956). Neste processo, o primeiro desafio enfrentado pelos autores foi o de definir o que é integração financeira e como medi-la adequadamente, ou seja, qual é a medida correta de integração que deveria ser utilizada nos estudos empíricos. A segunda questão é se diferentes medidas podem alterar as conclusões quanto aos seus impactos econômicos.

2.1.1 Principais Medidas de Integração Financeira

Edison *et al.* (2004) fazem uma revisão bibliográfica centrada basicamente nos dois pontos mencionados acima. Primeiro testando se diferentes métodos de mensuração do grau de integração financeira podem influenciar os resultados empíricos, e segundo, buscando constatar os impactos dos diferentes grupos de variáveis de controle no resultado da análise.

Os autores identificam onze medidas distintas de integração financeira utilizadas regularmente na literatura acerca do tema. A primeira, e talvez a mais simples, é a utilização das informações contidas no relatório intitulado *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER), publicado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI)¹. Atribui-se, simplesmente, valor zero para países com restrições ao livre fluxo de capitais e valor 1 para países que nunca tiveram esses tipos de restrições. A segunda medida também deriva do AREAER, mas computa a proporção de anos que o FMI considera que o fluxo de capitais é livre. Mais uma vez, se o país sempre manteve restrições recebe o valor zero e se nunca impôs restrições ao fluxo de capitais recebe o valor 1. Se, no intervalo de dez

¹ Linha E.2 do referido relatório.

anos o país ficou quatro deles sem nenhuma restrição ao fluxo de capitais, então recebe o “grau” 4. Essa medida, chamada na literatura de *share*, apesar de extremamente utilizada tem um problema básico. No exemplo anterior, o valor do índice não especifica se os anos de abertura foram os quatro últimos, os quatro primeiros anos, ou anos intermediários da série. A terceira medida foi desenvolvida por Quinn (1997) e está baseada em uma avaliação qualitativa da descrição feita sobre os controles existentes em cada país na base AREAER. Essa descrição enfatiza aspectos que determinam a intensidade das restrições. A leitura é feita por dois pesquisadores de maneira independente e, posteriormente, avaliam as discrepâncias entre as suas notas. A escala vai de zero (mais restritivo) até quatro (menos restritivo)². A quarta medida deriva do índice de Quinn. Ela resulta das diferenças no índice para determinados intervalos de tempo.

A quinta medida se aplica somente para países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e são publicados no *Code of Liberalization of Capital Movements*. Cada volume traz informações sobre as restrições impostas ao movimento de capitais em diversas categorias (11) pelos membros da OCDE. Klein e Olivei (1999) construíram uma variável que representa a proporção destes onze itens que são livres de restrição ao longo do tempo. Essa medida pode variar entre zero e 1, sendo que podem evoluir na proporção 1/11 dentro de cada ano para cada país. Quanto mais próximo de 1, mais livre o país.

A sexta medida foi desenvolvida por Montiel e Reinhart (1999) e aplica-se para 15 países em desenvolvimento para o período de 1960-96³. O indicador varia entre zero e 2, e diferentemente dos demais índices apresentados anteriormente, neste caso, quanto maior o valor, mais rígidas são as restrições ao fluxo de capitais. As informações para a construção da medida são retiradas de relatórios anuais dos bancos centrais dos referidos países.

A sétima medida de integração financeira é derivada de informações sobre o grau de liberalização do mercado de ações. Vários estudos dedicaram a sua atenção para o fluxo de ativos financeiros, ao invés de movimentos no mercado de câmbio e de dívida. Levine e Zervos (1998) e Henry (2000a, 2000b), são alguns exemplos de trabalhos que compilaram essas informações a partir dos dados do *The Wilson Directory of Emerging Market Funds*, do *International Finance Corporation (IFC) Investable Indexes*, e do *The Economist Intelligence Unit*, além do AREAER.

² O índice tem escalas intermediárias de 0,5 ponto, logo o país pode receber notas 0; 0,5; 1,0; e assim por diante até 4.

³ Os países são: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Tcheca, Egito, Indonésia, Quênia, Malásia, México, Filipinas, Sri Lanka, Tailândia e Uganda.

Nos estudos de Henry, a amostra compreende 11 países e reflete decretos oficiais indicando a primeira data em que o país disponibilizou um fundo para captação de recursos no mercado internacional, ou o período em que ocorreu um salto de 10 pontos percentuais no *IFC Investable Index*.

Indicadores semelhantes são desenvolvidos por Bekaert (1995) e Beakert e Harvey (1995) que avaliam a abertura financeira a partir de datas em que os países permitem oficialmente mais flexibilidade ao fluxo de capitais⁴. A variável foi construída a partir de relatórios oficiais e por datas estimadas por um modelo de mudança de regime baseado em uma série de dados de fluxos de capitais dos EUA.

Edison e Warnock (2003), por sua vez, criaram outro indicador com o objetivo de capturar o grau de restrição sobre a possibilidade de propriedade estrangeira de ativos nacionais. A medida compreende 29 países emergentes e considerados na fronteira das economias de mercado para os quais o IFC publica dois índices de preços de ativos, o *Global (IFCG)* e o *Investable (IFCI)*. Uma vez que o IFCI é o resultado do IFCG menos a proporção de ativos que não estão disponíveis para investimento de estrangeiros, a proporção dada pela divisão do IFCI pelo IFCG pode ser considerada como uma medida de disponibilidade de ativos nacionais para investimento estrangeiro.

Até o momento vimos medidas de integração financeira baseadas principalmente em dados qualitativos, como datas oficiais de mudanças na legislação cambial, abertura de fundos de investimento, entre outros. Alguns autores, por outro lado, questionam a capacidade destas medidas de capturar corretamente o grau de abertura efetivo dos países. A crítica a essa medida é que normalmente elas não conseguem capturar adequadamente o grau de abertura da conta de capital. Primeiro porque o relatório do FMI, utilizado na maioria dos casos, indica alterações na legislação cambial, que nem sempre impedem ou facilitam o movimento de capitais. Além disso, esta base não faz o mapeamento de regulamentações que podem interferir nos fluxos financeiros como, por exemplo, a imposição de limites à exposição cambial para bancos comerciais domésticos. A segunda crítica, e talvez a mais séria delas, é que há indícios de que os agentes econômicos conseguem desenvolver mecanismos para burlar a legislação e, portanto, na realidade os movimentos de capital independem, em larga medida, da legislação do país (CARVALHO; GARCIA, 2006; MAGUD; REINHART, 2006; PRASAD; WEI, 2007).

⁴ Ver também Bekaert e Harvey (2000) e Bekaert *et al.* (2001).

Em função das limitações apresentadas acima, uma série de pesquisadores passaram a defender uma forma alternativa de mensuração da abertura financeira. Essas seriam baseadas em medidas *de fato*, que viriam de alterações ocorridas em determinados preços ou quantidades da economia.

Edison *et al.* (2004) consideram na sua revisão de literatura as medidas propostas por Kraay (1998) e Lane e Milesi-Ferretti (2001). O primeiro utiliza uma medida anual de entrada e saída de capitais como proporção do PIB do País. Já o segundo adota uma medida um pouco mais restrita de capital, considerando fluxos anuais de portfólios, investimentos diretos e dívida como proporção do PIB. Essa medida é utilizada em Edison *et al.* (2002) e guarda uma relação com as medidas de integração comercial (corrente de comércio), mas não estão livres de críticas. Segundo Eichengreen (2001) são boas medidas de abertura em um determinado ponto no tempo, mas não para períodos muito longos, pois existe uma relação endógena entre fluxo de capital e crescimento econômico e, portanto, esse quociente pode variar demasiadamente ao longo do período analisado.

Recentemente, Rose e Spiegel (2008) utilizam a distância dos países dos grandes centros financeiros internacionais como uma medida de integração financeira. Acreditam que países mais afastados dos grandes centros financeiros internacionais tendem a apresentar maior volatilidade na taxa de crescimento do produto e do consumo agregado (suporta a tese de que países mais próximos dos centros financeiros são financeiramente mais integrados e estes têm menos volatilidade nas taxas de crescimento e consumo). Segundo os autores, esta medida teria uma vantagem em relação as demais utilizadas na literatura. Esta seria completamente exógena em relação a taxa de crescimento do PIB.

2.1.2 Integração Financeira, Crescimento Econômico e Impactos Indiretos

Essa breve descrição das diferentes medidas de integração financeira mostra a complexidade da construção destes indicadores e também permite que os testes empíricos capturem os impactos destas medidas de diferentes formas.

Edison *et al.* (2004) apresentam os resultados dos testes empíricos de doze estudos, cada um utilizando uma das medidas de integração financeira descritas anteriormente. A conclusão dos autores é a de que os resultados obtidos são muito discrepantes e variados, e a explicação para isso pode ter múltiplas fontes. Além das próprias medidas utilizadas como

proxy da abertura ao fluxo de capitais terem, potencialmente, impacto no resultado do teste, esse resultado geral pode refletir diversos fatores que distinguem cada um dos testes efetuados, como, por exemplo, diferenças em suas amostras (alguns estudos consideram somente países em desenvolvimento, outros só os países desenvolvidos ou, ainda, uma composição dos dois grupos), horizontes temporais e métodos de estimação.

Dos doze artigos analisados pelos autores, quatro indicam a existência de correlação positiva entre abertura financeira e crescimento econômico. Quinn (1997) foi um dos primeiros a indicar essa relação para uma amostra de 58 países entre 1960 e 1989, utilizando uma regressão *cross-section*. Klein e Olivei (1999) encontram essa relação positiva para uma amostra de países industrializados, mas não conseguem alcançar a mesma conclusão para os países em desenvolvimento. Apesar de terem encontrado correlação positiva entre abertura financeira e crescimento econômico, para uma amostra de 82 países industrializados e em desenvolvimento, constatou-se que o resultado dependia fortemente dos países da OCDE. Quando efetuaram o experimento com a amostra dividida entre países da OCDE e não pertencentes à OCDE, o resultado foi positivo somente para o primeiro grupo. Esse mesmo estudo, assim como em Bailliu (2000), constata que a integração financeira contribui para o desenvolvimento do mercado financeiro, e este é um elemento importante para estimular o crescimento econômico. Ou seja, a abertura da conta de capital poderia contribuir para o crescimento por canais indiretos, como o estímulo a reformas no mercado financeiro.

Nesta mesma linha, Kose *et al.* (2006) argumentam que uma parcela significativa da influência da abertura financeira sobre o crescimento econômico dos países se deve a efeitos indiretos deste processo, principalmente no que se refere a reformas institucionais e responsabilidade na condução de políticas macroeconômicas. Desta forma, mesmo que num primeiro momento a abertura financeira aumentasse a volatilidade das taxas de crescimento, na medida em que os países fossem ajustando as suas instituições e políticas macroeconômicas passariam a contabilizar os ganhos de crescimento econômico⁵.

Cipriani e Kaminsky (2006) afirmam que a integração financeira fez com que os mercados financeiros se tornassem menos erráticos, reduzindo a volatilidade dos fluxos de capital. Essa redução se deve em parte (25%) aos fundamentos da economia dos EUA e (10%) ao nível de volatilidade da taxa de juros norte-americana. Além disso, segundo os autores, os principais choques de fluxos de capitais em países emergentes decorrem de fatores internos.

⁵ Ver Kaminsky e Schmukler (2003); Ranciere *et al.* (2005); Bekaert *et al.* (2006).

Outro efeito indireto da integração financeira observado por Henry e Sasson (2008) é o aumento do salário real. O estudo, baseado em uma amostra de 18 países aponta que nos três primeiros anos após a abertura do Mercado financeiro o crescimento médio do salário real no setor de manufaturas aumenta aproximadamente sete vezes. Como o estudo só considera dados da indústria, não se pode dizer que o processo aumenta a renda agregada. O incremento da produtividade do trabalho aumenta ainda mais do que a variação do salário real. Em outro estudo abordando a mesma relação, Henry e Sasson (2009) encontram resultados que apontam que a integração financeira aumenta a taxa de crescimento dos salários reais no setor de manufaturas em 25% em relação ao ritmo de crescimento antes da abertura e o crescimento é proporcionalmente maior nos salários dos trabalhadores mais qualificados, gerando possivelmente aumento da desigualdade de renda nos países em desenvolvimento.

Pires (2006) conclui que a abertura financeira ocorrida no Brasil implicou na imposição de limites a utilização da política fiscal para intervir nos ciclos econômicos. O governo passou a adotar uma política fiscal mais conservadora.

Edwards (2001) dá suporte à visão de que a integração financeira promove crescimento econômico. Entretanto, destaca que nem todos os países são beneficiados por esse processo. O resultado do estudo indica que os países que mais ganham são os de nível de desenvolvimento médio e não os países mais pobres. Esse resultado é corroborado por Klein (2005).

Bekaert *et al.* (2005) utilizam um modelo de dados de painel para comprovar o impacto da integração financeira sobre o crescimento econômico nos países em desenvolvimento. O resultado indica que a liberalização financeira aumenta em 1 ponto percentual por ano a taxa de crescimento do PIB *per capita* durante um período de cinco anos, ou seja, o impacto ocorreria nos períodos mais próximos da data de abertura financeira.

Ranciere *et al.* (2006) decompõem os efeitos da liberalização financeira sobre o crescimento dos países. Apesar de reconhecer que este processo aumenta a frequência de crises financeiras, os ganhos resultados da integração superam largamente os prejuízos causados pelas crises. Na mesma linha, Edwards (2008a, 2008b) indica que apesar da integração financeira aumentar a probabilidade de crises financeiras, países mais integrados se recuperam mais rapidamente e os mais integrados comercialmente sofrem menos perdas de bem-estar.

Em resumo, esta breve compilação de resultados aponta para três conjuntos de conclusões relacionadas aos efeitos da integração. O primeiro grupo é o que identifica potencial de ganhos sobre a taxa de crescimento diretamente derivados do aumento do fluxo

de capitais (ganhos de eficiência alocativa). O segundo grupo de estudos aponta que os ganhos advindos do processo podem ser de forma indireta, como melhoria na condução da política fiscal, redução da volatilidade do fluxo de capitais, entre outros.

O terceiro resultado aponta para o seguinte fato. Mesmo quando consideramos o grupo dos estudos que de alguma forma comprova a capacidade da integração financeira acelerar a taxa de crescimento econômico dos países, a maioria deles indica também que essa influência não é homogênea entre os países⁶. Esse resultado poderia ser influenciado por diversos fatores, como nível de desenvolvimento institucional, sugerido por Klein (2005), nível de desenvolvimento econômico, apontado em Bekaert *et al.* (2005), e o número de grupos de interesse conforme sugere Chandra (2001). Este ponto será objeto de análise na seção quatro.

2.2 ABERTURA DA CONTA DE CAPITAL E O RISCO DE CRISE FINANCEIRA

Outros estudos, em contrapartida, além de não encontrarem evidências que suportem os efeitos positivos da integração financeira sobre o crescimento da renda *per capita*, apontam que a maior liberdade dos fluxos financeiros aumenta a probabilidade de ocorrência de crise financeira, gerando prejuízos econômicos aos países em desenvolvimento. Edison *et al.* (2004) compilam os resultados de alguns destes.

O primeiro deles é o estudo de Grilli e Milesi-Ferretti (1995), que considera taxas médias de crescimento do PIB *per capita* para cinco sub-períodos de tempo não sobrepostos, cada um com cinco anos, cobrindo o período de 1966 a 1989. A amostra cobria 61 países, apesar de alguns não estarem presentes em todos os sub-períodos. Os autores fazem a regressão das referidas médias de crescimento do PIB *per capita* tendo como variáveis de controle a medida de integração financeira chamada de *share*, apresentada anteriormente, e outras duas medidas alternativas que capturassem o grau de liberalização financeira. Além destas, foram utilizados outros controles, como renda inicial, variáveis políticas e nível de escolaridade. Os resultados são conflitantes e os autores concluem dizendo que o teste não suporta a hipótese de que maior liberdade do fluxo de capitais pode acelerar a taxa de crescimento da renda *per capita*.

⁶ Ver O'Donnell (2001).

Resultado semelhante é alcançado em Rodrik (1998). Utilizando uma amostra de aproximadamente 100 países, incluindo países em desenvolvimento e desenvolvidos, o autor não encontra evidências que comprovem a relação entre liberalização da conta de capital, medida pela variável *share*, e a variação real da renda *per capita* para o período entre 1975 e 1989. O estudo considera como variáveis de controle a renda *per capita* inicial, taxa de matrículas no segundo grau (classificado no Brasil como ensino médio, atualmente), um índice que captura a qualidade das instituições governamentais e variáveis *dummy* regionais. Eichengreen (2001) atribui esse resultado a quantidade de países em desenvolvimento na amostra de Rodrik, uma vez que trabalha com dados da década de 1980, período em que esse grupo de países, de forma generalizada, teve fraco desempenho econômico.

Kraay (1998) utilizando outras medidas de integração financeira⁷, além da *share*, também conclui que não há relação entre abertura da conta de capital e crescimento econômico para as medidas *share* e Quinn, mas confirma a relação quando utiliza a medida baseada nos fluxos de capital efetivos. O autor faz regressões *cross-section* para os dados do período.

Edison *et al.* (2002) também encontram poucas evidências suportando a tese de que integração financeira aceleraria as taxas de crescimento. Usando um conjunto variado de técnicas econométricas e medidas de integração baseadas nos fluxos de capitais reais, os autores não encontram relação entre as duas variáveis, mesmo quando controlando para características econômicas, políticas, institucionais e financeiras específicas. Por outro lado, encontram relação positiva entre integração financeira e o nível da renda *per capita*, taxa de matrículas escolares, desenvolvimento do setor bancário e mercado acionário, sistema legal e relação negativa com o nível de corrupção do governo.

Damasceno (2008), trabalhando com um painel de 16 países da América Latina, para o período entre 1986 e 2000, não confirma a tese da aceleração do crescimento após a abertura financeira. Na mesma direção vai a conclusão de Bresser-Pereira e Gala (2007) que afirmam que a poupança externa associada a transações correntes deficitária não tem contribuído para aumentar a acumulação de capital e financiar crescimento, mas sim financia somente o consumo. Além disso, Bresser-Pereira (2007) recomenda que os países em desenvolvimento deveriam evitar o crescimento baseado em poupança externa, pois esta gera instabilidade relacionada com os déficits de conta corrente e a moeda sobrevalorizada.

⁷ Utilizou a medida de Quinn em nível, cujos valores variam entre 0 e 4, e uma medida baseada no fluxo líquido real de capital.

Henry (2006), entretanto, questiona a validade destes testes, sugerindo que, na sua maioria, possuem equívocos metodológicos que poderiam distorcer os resultados obtidos. O autor não questiona os resultados dos referidos testes, mas o fato de que sejam utilizados para contestar a validade da teoria proposta a partir do modelo de Solow⁸, porque simplesmente não testam esse modelo.

Na opinião do autor, estes estudos testam, através de regressões *cross-section*, simplesmente a existência de correlação positiva entre abertura de capital e crescimento econômico, implicitamente medindo se existe uma relação **permanente** entre as duas medidas (HENRY, 2006).

A maioria dos estudos utiliza como medida de integração financeira a variável *share*, apresentada na seção 2, que representa a fração dos anos, dentro de um intervalo de tempo, que o FMI julga o país como sendo livre de restrições na conta de capital do Balanço de Pagamentos.

A abordagem empírica segue a estrutura descrita abaixo ou muito próxima a ela, contendo alguma variante adicional:

$$Crescimento_i = a + b * Share_i + Controles_i + \varepsilon_i$$

Sendo que a variável *Crescimento_i* representa a taxa média de crescimento real do PIB *per capita* no país *i* ao longo do período analisado, a variável *Share_i* denotando o indicador de liberdade da conta de capital do país *i*, conforme explicado anteriormente, e a variável *Controles_i* representando um conjunto de variáveis de controle, que usualmente são o nível inicial do PIB *per capita* e alguma medida do nível educacional do país.

Como o leitor já deve ter percebido, a equação de regressão acima não considera a dimensão de tempo (não tem o subscrito *t*), sendo assim, não analisa as variações das taxas de crescimento e abertura financeira de um país ao longo do tempo. Em outras palavras, todo o impacto da abertura da conta de capital estaria sendo capturado pelas diferenças nas taxas de crescimento médias de um período específico de tempo nos diferentes países e a fração do período em que o país pode ser considerado sem restrições ao fluxo de capitais. Estimções deste tipo só conseguem capturar se países abertos conseguem ter taxas de crescimento de longo prazo do PIB *per capita* maiores do que países cujas contas de capital são consideradas fechadas pelo FMI.

⁸ O chamado Modelo Neoclássico.

O problema fundamental desta análise é que o modelo neoclássico, em nenhum momento oferece sustentação teórica para a condução deste tipo de teste. O que o modelo prevê é que a **abertura da conta de capital** de um país pobre ou em desenvolvimento irá aumentar **temporariamente** a taxa de crescimento do **PIB per capita**. O que aumenta de forma permanente é o **nível** do PIB *per capita*, indicando que o processo resultaria em uma melhora no padrão de vida dos indivíduos.

Segundo Henry (2006), alguns dos principais estudos que compilam evidências empíricas sobre a validade da teoria neoclássica são Prasad *et al.* (2003), Edison *et al.* (2004), Calderon *et al.* (2004) e Kose *et al.* (2006). No primeiro artigo, dos quatorze estudos analisados, doze baseiam seus resultados em análises *cross-section*. No segundo estudo, nove dos dez estudos utilizam a referida metodologia. Por fim, nas outras duas pesquisas, onze de doze e vinte e dois de vinte e cinco estudos baseiam seus resultados em regressões *cross-section*, respectivamente. Em resumo, seus resultados gerais podem estar sendo decisivamente influenciados por este equívoco metodológico.

2.3 HETEROGENEIDADE DOS PAÍSES E OS EFEITOS DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

Estudos mais recentes apontam para uma mudança de direção nos esforços para se compreender os impactos do processo de abertura financeira. Estes estudos se afastam da visão simplificada de que a integração seria boa ou ruim para todos os países, ou mesmo para grupos de países como os em desenvolvimento.

Estes autores questionam se o fato de muitos estudos não encontrarem evidência de impacto positivo da abertura da conta de capital sobre as taxas de crescimento não seria uma consequência de que muitos deles buscam encontrar uma relação incondicional entre as duas variáveis, enquanto que, na prática essa relação é mais complexa.

Alguns exemplos são os estudos de Klein e Olivei (1999), Edwards (2001) que visam testar a validade da teoria considerando, respectivamente, que as instituições ou o grande desenvolvimento no estágio inicial de abertura podem influenciar os resultados alcançados. Os resultados obtidos confirmam a hipótese de que a integração financeira só teria efeito positivo sobre as taxas de crescimento para os países que possuem previamente um ambiente institucional favorável a alocação eficiente do capital, e um nível intermediário de

desenvolvimento econômico⁹. Bordo e Meissner (2007) confirmam a tese de que os resultados da integração financeira não são incondicionais, utilizando dados entre 1880 e 1913. Para os autores os ganhadores deste processo são aqueles que apresentam alto nível de credibilidade internacional e mercado financeiro desenvolvido¹⁰. Calderón e Fuentes (2006) afirmam que o crescimento observado no Chile tem forte relação com a sua estabilidade macroeconômica, qualidade institucional e abertura financeira. Se o país perseguir este caminho de aprofundamento das reformas que vem fazendo nas últimas décadas, a taxa de crescimento poderia aumentar em 0,8% entre 2006 e 2010.

Calvo *et al.* (2008), entre outras coisas, argumentam que o risco de crises financeiras tende a crescer com a integração financeira quando partimos de níveis muito baixos de abertura ao fluxo de capitais, mas tende a reduzir para países que já estão em um nível elevado de integração. Além disso, afirma que a probabilidade da ocorrência de crises pode ser alterada quando esse processo é acompanhado por reformas que suportam instrumentos financeiros mais sofisticados e críveis.

Kose *et al.* (2009) também confirmam a tese de que os resultados da integração financeira podem depender das condições iniciais presentes em cada país. Segundo os autores, os principais elementos para potencializar os efeitos positivos do processo são: (1) desenvolvimento do mercado financeiro (principalmente do mercado de crédito), (2) qualidade das instituições, (3) abertura comercial, (4) rigidez do mercado de trabalho, e (5) nível geral de desenvolvimento do país. Além das condições iniciais destes elementos, a composição dos fluxos de capitais também influencia nos efeitos da integração¹¹. Investimento Direto Estrangeiro (IDE) e *Equity Flows* são mais recomendáveis para países com baixo nível de desenvolvimento financeiro. Esse resultado é confirmado por Tong e Wei (2009). Estes questionaram se a estrutura de capital externo (mais IDE ou *non-IDE*) antes da crise pode influenciar o efeito desta sobre esta economia. Os resultados indicaram que os choques de liquidez são mais severos para países com maior dependência de fluxos de capitais de curto prazo (*portfolio flows*) e fluxos de dívida externa do que os que recebem proporcionalmente mais IDE. Entretanto, o resultado não parece estar ligado ao volume de entrada de capital antes da crise.

⁹ Ver também Alesina *et al.* (1994); Grilli e Milesi-Ferretti (1995); Kraay (1998); Edison *et al.* (2002).

¹⁰ Consideram mercado financeiro desenvolvido: (1) finanças públicas e gerenciamento da dívida pública corretos; (2) arranjos monetários estáveis; (3) competição no setor bancário interno e externo; (4) Banco central capaz de estabilizar o mercado financeiro doméstico e as relações com o resto do mundo; (5) mercado de securitizáveis funcionando adequadamente.

¹¹ Goldstein *et al.* (2008) encontram evidências de que quanto maior a probabilidade do país sofrer crises de liquidez, maior a parcela de Investimento Estrangeiro de Curto Prazo (portfólio)/IDE na composição do fluxo de saída de capital.

Kose *et al.* (2009) chegam a outro resultado importante no seu estudo. Os autores observaram que o desenvolvimento do mercado financeiro não é uma boa medida de estabilidade financeira. Eles afirmam que esta parece estar mais associada a estruturas regulatórias e de supervisão. Na próxima seção, abordaremos a importância dessas estruturas para o resultado do processo de integração.

A literatura recente também tem aberto uma nova frente para estudos relacionados ao tema. Esta decorre de observações como a de Obstfeld (2009), indicando que os dados mostram que, apesar de não existir evidências inequívocas dos benefícios do processo de integração financeira, os países têm aderido a esta estratégia como forma de acelerar seu crescimento. Tendo em vista que está cada vez mais claro que este é um processo inevitável, então o que nos cabe é identificar qual é a melhor forma de inserção nos mercados financeiros integrados. Para o autor, o que os países em desenvolvimento deveriam fazer é promover uma abertura gradual da sua conta de capital, dando prioridade para capitais de longo prazo e promovendo reformas que minimizem os riscos de crises futuras¹².

Prasad e Rajan (2008), constatando que o processo de integração financeira é inevitável, defendem o que chamam de uma abordagem pragmática à questão. Esta seria promover a abertura nos momentos em que o país possui elevados níveis de reserva, adotar sistema de metas de inflação e regime de câmbio flexível. Além disso, deveria privilegiar fluxo de investimento direto e não de dívida externa. Ao promover a abertura nestas condições, os custos do processo seriam reduzidos.

Nas próximas duas seções veremos quais instituições têm papel determinante na canalização dos recursos para alocações eficientes e que medidas poderiam ser tomadas para reduzir o risco de ocorrência de crises financeiras.

2.4 O QUE FAZER PARA QUE A INTEGRAÇÃO FINANCEIRA BENEFICIE OS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

A revisão da literatura feita até o momento indica, apesar das fragilidades metodológicas de alguns testes apresentados na seção anterior, que não existe benefício inequívoco da integração financeira para o crescimento do país, pelo menos quando o

¹² O autor sugere controle de corrupção, reforçar a garantia de contratos, implantação de mecanismos de governança corporativa e redução do endividamento em moeda estrangeira.

problema é analisado pela ótica da eficiência alocativa. Mishkin (2006) defende a idéia de que é o “bom investimento” que permite a transição das economias em desenvolvimento para níveis superiores de renda *per capita*, mas “bons investimentos” só seriam possíveis se os recursos financeiros fossem canalizados para os segmentos mais produtivos, através de um mercado financeiro eficiente. Ou seja, para o autor, o desenvolvimento do mercado financeiro doméstico do receptor dos fluxos de capital seria uma pré-condição para que a abertura financeira fosse capaz de gerar benefícios econômicos. A questão que se coloca é: como fazer isso? O caminho apontado seria o do desenvolvimento de instituições que permitam ao mercado financeiro funcionar adequadamente.

O mesmo autor também defende a idéia de que para que os efeitos positivos da integração financeira se sobressaiam nos países em desenvolvimento, além de instituições que canalizem os recursos para os segmentos mais produtivos, seria necessário existir um conjunto de regramentos que reduzisse os riscos de ocorrência de crises financeiras de grandes proporções.

2.4.1 Instituições e Investimento Produtivo Eficiente

Para Mishkin (2006), os princípios básicos necessários para se alcançar o desenvolvimento do setor financeiro e fazer deste um catalisador do crescimento econômico seriam: arcabouço legal que assegure os direitos de propriedade; um sistema de justiça que garanta contratos; redução da corrupção; sistema que garanta a qualidade das informações financeiras (sistema de classificação de risco); desenvolvimento de mecanismos de governança corporativa; e redução ou eliminação do sistema de crédito direcionado pelo governo.

Vejamos a importância de cada um deles. Aqui faremos a agregação dos dois primeiros itens, pois acreditamos que de nada adiantaria o país ter um excelente arcabouço legal para garantir direitos de propriedade se estes pudessem ser revertidos na esfera judicial em função de uma tendência desta em não garantir o cumprimento de contratos. A importância das garantias dos direitos de propriedades é elementar, pois não haverá investimentos privados em um país em que os frutos deste investimento podem ser perdidos por uma ação arbitrária do excesso de poder do governo ou por uma ação de terceiros. Para o mercado financeiro, os direitos de propriedade são essenciais para a existência de garantias

aos financiadores do investimento. As garantias oferecidas pelo tomador do crédito ao financiador são essenciais para reduzir o problema da assimetria de informação presente nesta transação (problemas de seleção adversa e *moral hazard*). O tomador do crédito tende a ser mais bem informado sobre o risco do negócio que está tentando empreender do que o financiador do mesmo. A necessidade de dirimir eventuais conflitos entre tomadores e financiadores requer um sistema de justiça que tenha por princípio garantir contratos de forma ágil e, sobretudo, justa, corrigindo abusos quando necessário. É a certeza de que poderá executar a garantia dada em um contrato, caso haja a necessidade, que encoraja agentes superavitários a emprestarem seus recursos para empreendedores dispostos a fazer investimentos produtivos que por sua vez promovem o crescimento de uma nação.

O combate à corrupção também está relacionado à garantia de propriedade, uma vez que se o sistema jurídico pode ser corrompido, a solução dos conflitos pode ser influenciada pela capacidade financeira dos agentes, na medida em que o mais rico pode comprar a decisão que lhe interessa. Da mesma forma, pode subornar agentes públicos para dificultar a atuação de potenciais concorrentes afetando a rentabilidade dos investimentos. Neste sentido, muitos estudos apontam o sistema legal anglo-saxão como um diferencial importante para explicar taxas de crescimento maiores nos países que o adotam em relação aos que adotam os sistemas alemão ou francês¹³.

O mercado financeiro, por mais elaborado e complexo que suas operações possam parecer, é essencialmente um espaço em que agentes econômicos superavitários buscam oportunidades de aplicação dos seus recursos em troca de uma remuneração considerada atrativa, e agentes deficitários ou empreendedores buscam recursos para financiarem seus projetos de investimento. Essas transações envolvem uma relação risco/retorno para financiadores e tomadores de recursos. A existência de mecanismos que facilitem a avaliação do risco do empréstimo, através de um sistema de classificação de risco dos agentes econômicos envolvidos pode servir como um estímulo a ampliação do crédito, principalmente para pessoas físicas e pequenos empresários, potencializando o desempenho dos mesmos¹⁴.

O fortalecimento dos mecanismos de governança corporativa é importante para estimular o financiamento via mercado acionário. Investidores precisam ter segurança de que os administradores tomam decisões que visem o benefício dos acionistas.

Por fim, a eliminação do crédito direcionado é considerada importante, na medida em que essa prática desvia recursos financeiros de aplicações mais produtivas. Como instituições

¹³ Ver Laporta *et al.* (1997/1998).

¹⁴ Ver Japelli e Pagano (2003), Inter-American Development Bank (2004), World Bank (2001).

financeiras públicas normalmente sofrem menos pressão por resultados, acabam direcionando recursos para setores com capacidade de articulação política em detrimento dos segmentos que oferecem as melhores oportunidades de retorno.

A importância das instituições para potencializar os ganhos da integração financeira é reforçada por Bordo (2007). Através de uma ampla revisão da literatura, ele reúne evidências que explicam os resultados distintos dos países ao serem submetidos aos ciclos financeiros ao longo do tempo e destaca o papel do desenvolvimento financeiro dos países e suas raízes institucionais como sistema legal, proteção aos direitos de propriedade, estabilidade política e democracia representativa.

Outros estudos buscam estabelecer essa mesma relação. Lothian (2006) conclui que a qualidade das instituições pode ser a principal razão a explicar porque os recursos não migram dos países mais ricos para os mais pobres no volume esperado pela teoria. Simpalee e Breuer (2006) observam que tanto fatores econômicos como institucionais afetam a probabilidade de crises cambiais. Instituições de baixa qualidade acabam agravando o nível de dano sobre a contração do produto causado pelas crises financeiras. Os fatores que revelam maior relação com a probabilidade de crises são nível de corrupção, respeito à lei e a ordem, regime de câmbio fixo e fraqueza da estabilidade do governo.

Uma questão que fica é: qual seria o papel da integração econômica neste processo? Se os benefícios econômicos do processo de integração dependem de um mercado financeiro eficiente e este, por sua vez, depende de instituições sólidas que estimulem investimentos produtivos, os países deveriam primeiro ajustar suas instituições para depois promover integração financeira. Estudos mostram que esse processo pode ocorrer simultaneamente e, mais ainda, as reformas necessárias poderiam ser aceleradas em função do engajamento do país em abrir tanto seu mercado financeiro como de mercadorias e serviços a outras nações¹⁵.

A exposição do mercado financeiro local à concorrência estrangeira pode estimular o desenvolvimento do mercado financeiro e o crescimento de duas formas: o primeiro é o tradicional argumento do aumento da oferta de capital e conseqüente redução do custo do capital, o segundo canal de contribuição seria o estímulo a reformas no setor financeiro, com a adoção de novas práticas trazidas por instituições financeiras de países mais desenvolvidos. A perda de espaço para competidores internacionais reduz a resistência das instituições locais a apoiar mudanças na legislação e nos regramentos de controle do sistema financeiro local¹⁶.

¹⁵ Ver Kaminsky e Schmukler (2003); Ranciere *et al.* (2005).

¹⁶ Ver Levine e Zervos (1988b); Bekaert *et al.* (1988); Henry (2000a/2000c).

A limitação do setor financeiro em promover a alocação eficiente dos recursos financeiros, foi a principal razão apontada por Prasad *et al.* (2006) para justificar o fluxo de capital observado nos últimos anos, migrando dos países em desenvolvimento para os desenvolvidos, contradizendo o modelo neoclássico. Mercados financeiros ineficientes reduzem os retornos esperados do capital nos países em desenvolvimento, fazendo com que, ao invés de atrair capital estrangeiro dos países relativamente abundantes em capital (países desenvolvidos), o capital migre para estes mercados. Conclusão semelhante foi alcançada em Gourinchas e Jeanne (2007). Buera e Shin (2009) sugerem que abertura financeira sem a presença de mercado financeiro desenvolvido pode gerar fugas de capital e perdas de bem-estar.

Alfaro *et al.* (2007) estuda as relações entre o fluxo de IDE e o crescimento econômico e conclui que, mantendo a importância do IDE constante, economias cujos mercados financeiros são desenvolvidos tendem a crescer aproximadamente o dobro do observado em países com mercados financeiros pouco desenvolvidos. Incrementos na participação de IDE geram efeitos adicionais maiores sobre o crescimento nos países desenvolvidos financeiramente. Outros fatores domésticos, como o capital humano são importantes para gerar efeitos positivos do IDE.

Mukerji (2009) busca evidências do impacto da abertura da conta de capital na volatilidade da taxa de crescimento do produto condicionado ao nível de desenvolvimento do setor financeiro. Conclui que a integração financeira tem um forte papel no desenvolvimento do setor financeiro e que este tem função determinante na redução da volatilidade da variação do PIB.

Existem formas indiretas de estimular o desenvolvimento do mercado financeiro. A principal delas é a abertura comercial do país. A liberalização do comércio de mercadorias é uma poderosa arma para reduzir o poder político dos setores econômicos protegidos¹⁷. Ao promover maior competição nestes segmentos, reduz a renda dos mesmos, os estimulando a aceitar reformas institucionais que aumentem o acesso ao capital de forma mais eficiente¹⁸. Economias que produzam voltadas para a exportação podem também gerar os incentivos para o desenvolvimento do setor financeiro, na medida em que para serem competitivas, as firmas precisam ter acesso a capital com preços competitivos, caso contrário não terão capacidade de

¹⁷ Mendoza *et al.* (2007) concluem que maior integração financeira estimula o desenvolvimento do setor financeiro gerando melhorias na distribuição de renda dos países.

¹⁸ Ver Svalaeyd e Vlachos (2002); Rajan e Zingales (2003).

concorrer em nível internacional nos seus mercados. Assim, os próprios exportadores podem fazer pressão por reformas institucionais.

2.4.2 Evitando as Crises Financeiras

As crises financeiras ocorridas em países em desenvolvimento nos últimos anos são evidências que não podem ser ignoradas, ou seja, nem sempre o processo de integração financeira gera somente resultados positivos, principalmente nos países em desenvolvimento. Isso significa que economias menos desenvolvidas devam evitar a integração financeira? A resposta é não. O que deve ser feito é uma implementação cuidadosa da abertura destes mercados. A literatura nos aponta alguns condicionantes que se forem seguidos podem reduzir o risco da abertura levar a uma crise financeira de grandes proporções.

O argumento está de acordo com a visão de que se os países seguissem um processo de reformas e implementação de instrumentos regulatórios apropriados antes da abertura financeira, os risco de crises financeiras seriam reduzidos¹⁹.

2.4.2.1 Regulação preventiva e supervisão

A primeira fonte de abalo do sistema financeiro é a falta de correspondência entre os passivos e os ativos das empresas (*currency mismatch*). Estas contratam dívidas em moeda estrangeira por diversas razões, como, por exemplo, evitar juros domésticos mais elevados e reduzir o risco inflacionário, mas percebe receitas em moeda corrente. Ao ocorrerem saídas mais bruscas de capital do país, gerando desvalorização da moeda corrente, o fluxo de caixa destas companhias pode ficar comprometido, gerando risco de falências generalizadas.

Como aponta Allen *et al.* (2002), quase todas as crises recentes ocorridas nos países em desenvolvimento tiveram relação com a excessiva exposição das empresas domésticas em endividamento denominado em moeda estrangeira. Desta forma, as instituições responsáveis pela regulamentação do sistema bancário (uma vez que são os responsáveis pela

¹⁹ Edwards (2008b) mostra que a integração financeira antes do aprofundamento da integração comercial, por exemplo, aumenta a probabilidade de ocorrência de *sudden stops*.

intermediação financeira), deveriam limitar o nível de exposição das firmas a este tipo de endividamento. Com isso, provavelmente haveria maior estabilidade financeira nestes países²⁰.

Este argumento é reforçado por Holland (2007) que comprova que o perfil da dívida externa influencia na vulnerabilidade externa. É necessário que os governos evitem altos volumes de endividamento externo e adotem política fiscal e monetária conservadoras para construir reputação internacional.

No que tange à regulação preventiva e de supervisão, as instituições responsáveis deveriam limitar a possibilidade de empresas não financeiras serem controladoras de bancos. Bancos controlados por empresas que são potenciais tomadoras de empréstimos podem acabar se expondo excessivamente ao risco para financiar atividades de suas associadas. Os bancos tendem a ser menos criteriosos para emprestar para companhias coligadas, seus proprietários e familiares. De acordo com Mishkin (2006), esta foi uma das principais causas das crises financeiras do México e da Coréia em 1995 e 1997, respectivamente.

Um terceiro fator relevante é a regulamentação do nível da relação capital/ativos totais dos bancos, evitando que tomem risco excessivo. Os parâmetros para a regulamentação podem ser diferentes para países em desenvolvimento e desenvolvidos. Nos EUA, uma instituição bancária é considerada capitalizada se essa relação é igual ou superior a 5%²¹. Além disso, nos países industrializados os ativos seguros são os títulos do governo. Isso não vale necessariamente para países em desenvolvimento. A crise do sistema bancário argentino, em 2001, esteve intimamente relacionada com o excessivo volume de títulos do governo detidos pelas instituições financeiras quando houve a decretação da moratória²².

Por fim, o sistema regulatório e de supervisão também deve orientar suas ações no sentido de avaliar o gerenciamento do risco das instituições financeiras e aumentar a “supervisão” do mercado através da obrigatoriedade da publicação dos balanços e avaliação de *rating*. Por mais que a imposição de limites à exposição ao risco possa contribuir para maior estabilidade do sistema, demonstram a situação de momento da instituição financeira, mas não capturam o nível do risco no futuro. Como o mercado financeiro é muito dinâmico, ações isoladas de agentes podem reverter rapidamente o nível de risco do banco. É preciso que se avaliem como estas instituições gerenciam o seu risco ao longo do tempo, se existem

²⁰ Ver Kenen (2001).

²¹ A crise que assolou o sistema financeiro dos EUA a partir da metade de 2008 evidenciou, entretanto, sérios problemas relacionados aos mecanismos de regulação deste país, indicando que este não deve ser o modelo a ser seguido por outras economias.

²² Reinhart e Rogoff (2008) observam que crises bancárias geram efeitos fiscais severos. Observou-se que o aumento da dívida do governo central aumenta em média 86% após três anos do início da crise.

mecanismos internos que identifique se o banco esta ou não tomando risco excessivo, mecanismos internos de proteção contra fraudes e atividades não autorizadas, entre outros. Barth *et al.* (2006) argumenta que a forma mais eficiente de restringir o excesso de risco dos bancos é através da transparência dos seus dados para o mercado. Ao ser exposto à avaliação periódica do mercado, as instituições financeiras tendem a evitar excessos para estimular a captação de recursos. Segundo o autor, foi este mecanismo que reconstituiu a credibilidade do sistema bancário argentino.

2.4.2.2 Necessidade de empoderamento do sistema de regulação e supervisão

Naturalmente, de nada adianta um sistema de regulação e supervisão das atividades do sistema financeiro que não possua poder suficiente para agir com agilidade e independência para solucionar eventuais crises que venham a surgir. As autoridades devem ter o poder de exigir adequações de conduta quando identificam comportamento que pode levar a excessiva exposição ao risco das instituições financeiras.

Outra ação importante é de punição aos controladores das instituições insolventes pela conduta de risco assumida. Desta forma, mesmo que instituições grandes corram risco de falência, não deve haver proteção irrestrita aos seus proprietários e correntistas. A proteção irrestrita estimula demasiadamente comportamento de risco moral (*moral hazard*)²³. Ao permitir que os agentes percam seu patrimônio não protegido por seguro, o governo desestimula que os indivíduos depositem seus recursos em instituições tomadoras de risco alto. Esse problema tende a ser ainda maior nos países em desenvolvimento, uma vez que existe maior concentração no mercado financeiro, tendo normalmente poucas instituições financeiras dominando grandes parcelas do mercado.

Por fim, as agências regulatórias deveriam ser independentes e possuir condições de trabalho adequadas. Agentes mal equipados e treinados são facilmente enganados por profissionais qualificados das instituições reguladas, além disso, se forem mal pagos estão mais sujeitos a aceitar propinas e procedimentos inadequados. Conforme Mishkin (1992), adicionalmente, a independência da agência reguladora (ou do Banco Central) é ponto chave para evitar pressões políticas sobre os agentes fiscalizadores. Estes, naturalmente devem ser

²³ Ver Mishkin (2005).

auditados na medida em que passam a deter grande poder de intervenção, e precisam sofrer as devidas sanções caso cometam abusos²⁴.

2.4.2.3 Abrir o mercado financeiro à concorrência estrangeira

A abertura do mercado financeiro a instituições estrangeiras pode contribuir para a redução do risco de crises de duas formas, aumentando a estabilidade e a eficiência do sistema, conforme Caprio e Honohan (1999). A maior estabilidade do sistema pode ser obtida pelo fato de grandes bancos internacionais possuírem um *portfolio* de ativos mais diversificados do que dos bancos locais, uma vez que têm acesso a fundos de diversas partes do mundo através das suas subsidiárias. Sendo assim, esses bancos estão menos suscetíveis a choques econômicos domésticos do que os bancos nacionais.

Além disso, a entrada de bancos estrangeiros pode estimular a adoção de novas práticas de gerenciamento e controle de risco pelas instituições nacionais, em função da complexidade dos seus mercados locais. Uma vez que essas técnicas estejam disseminadas, o próprio mercado poderá passar a exigir controles mais modernos dos seus bancos.

Outra vantagem deste processo é a redistribuição de forças dentro do mercado financeiro doméstico. A entrada de bancos estrangeiros coloca em jogo agentes com poder econômico para se contrapor à estrutura vigente no mercado. Ao conhecerem melhores práticas de controle de risco e gerenciamento, as instituições estrangeiras tendem a defender um arcabouço regulatório apropriado. Ao capturarem clientes dos bancos nacionais, estimulam que estes também pressionem os governos para promoverem reformas institucionais que aumentem a eficiência do sistema financeiro doméstico.

A maior participação de capital estrangeiro no sistema financeiro também desestimula a adoção de práticas de socorro de instituições bancárias com problemas financeiros. Os governos tendem a ser menos propensos ao socorro de instituições financeiras quando parte significativa do sistema é de propriedade estrangeira em função dos custos políticos que isso envolve²⁵.

²⁴ Vu Le e Zak (2006) analisam painel de 45 países em desenvolvimento e testa o papel de três tipos de risco para se explicar a fuga de capitais: risco político, risco econômico e mudanças de política. Os três têm estão associados aos movimentos de capital, mas o risco político é o que apresenta maior impacto.

²⁵ Ver Crystal *et al.* (2001).

É importante que se ressalte, entretanto, que a entrada de bancos estrangeiros só será benéfica se aumentar a competição no mercado interno. Se houver a formação de monopólios ou oligopólios que reduzam a competição, eles podem não ter incentivos a serem eficientes e nem estimularem reformas institucionais.

2.4.2.4 Fundamentos da economia

As análises anteriores revelam que de uma forma ou outra as crises financeiras sofridas por países em desenvolvimento tem alguma relação com desequilíbrios internos do país que desencadeiam um ataque especulativo, resultando em fuga de capital²⁶. Os instrumentos de política econômica (fiscal, monetária, cambial e comercial) devem, portanto, ser utilizados para manter essa economia, como um todo, equilibrada²⁷.

A política fiscal deve ser conduzida de forma a evitar déficits orçamentários excessivos. Uma medida importante para estimular responsabilidade fiscal é proibir, ou restringir, a capacidade do governo central auxiliar financeiramente estados ou municípios insolventes. Regras rígidas na condução de políticas de socorro desestimulam comportamentos de risco moral e “estados caronas”, que repassam os custos do seu descontrole para os demais entes da federação.

Quando o governo central é leniente com o descontrole fiscal dos entes sub-nacionais, acaba-se gerando grandes passivos financiados por endividamento ou por emissão de moeda. As duas alternativas têm aspectos negativos importantes que podem desencadear crises financeiras. O endividamento elevado em países em desenvolvimento aumenta a exigência dos credores internacionais e pressiona os custos de rolagem da mesma. Quando o país se

²⁶ Reinhart e Reinhart (2008) e Burnside e Tabova (2009), por outro lado, observam que fatores globais como preços de commodities, taxas de juros internacionais e crescimento das maiores economias influenciam decisivamente os fluxos de capitais e para o próprio crescimento econômico das economias emergentes. Dooley e Hutchison (2009) mostram que apesar dos países emergentes terem adotado políticas que reduzissem seu grau de exposição aos choques externos, a crise do mercado imobiliário americano revelou que ainda há grande dependência do comportamento das economias emergente aos resultados das economias centrais. Fostel e Kaminsky (2007) mostram que o conjunto de políticas macroeconômicas e arranjo institucional explicam em parte dos fluxos de capitais de um conjunto de países da América Latina, apesar de reconhecerem que a maior parte das flutuações sofridas foi resultado de choques externos.

²⁷ Edwards (2007b) conclui que deveremos observar a América Latina crescendo a taxas inferiores aos dos demais países em desenvolvimento, principalmente da Ásia. A principal razão é a percepção de que a região não está fazendo nenhum movimento no sentido do aprofundamento de reformas institucionais, em particular, que retorcem proteção dos direitos de propriedade, controle da corrupção e aumento da eficiência da autonomia do poder judiciário.

aproxima dos limites interpretados como de alto risco de *default*, inicia-se um processo de fuga de capitais desencadeando a chamada crise financeira.

Algumas reformas podem estimular rigidez fiscal. Segundo Stella (2001), a literatura econômica aponta que países com elevado grau de transparência orçamentária, limitação da possibilidade de emendas legislativas ao orçamento tendem a ter menor nível de déficit fiscal.

O segundo problema associado ao nível de gastos do governo é a possibilidade de que surja a necessidade de financiamento monetário dos gastos e da dívida pública, gerando suas conseqüências inflacionárias já conhecidas. É fundamental que a política monetária seja orientada no sentido de preservar a estabilidade de preços.

A estabilidade de preços é fundamental na promoção da estabilidade financeira, na medida em que ajuda a promover desenvolvimento financeiro e os benefícios associados a ele como redução do custo do capital, aceleração do crescimento e redução da pobreza²⁸. Outras razões são apresentadas para justificar a importância da estabilidade de preços para reduzir os riscos dessas crises. Mishkin (2006) coloca que países com inflação elevada por períodos longos, ou que tenham vivido este problema por muito tempo, tendem a emitir dívida denominada em moeda estrangeira, normalmente dólar. Esse processo de dolarização da dívida aumenta o risco de crises financeiras em caso de desvalorização da moeda nacional. Desta forma, países que possuem uma estrutura institucional que garanta que o foco da política monetária será a busca da estabilidade de preços pode ser peça chave para que a integração financeira potencialize seus aspectos positivos, com baixo risco de crises financeiras sérias.

A política cambial também desempenha papel relevante neste processo. No final da década de 1980, início da década de 1990, muitos países em desenvolvimento que lutavam contra processos hiperinflacionários crônicos adotaram regimes de câmbio fixo, normalmente atrelando suas moedas ao dólar. Se por um lado essa medida ajudou na redução da inflação, por outro foi responsável por sérios desequilíbrios que geraram crises financeiras muito graves²⁹.

O regime de câmbio fixo pode gerar crises financeiras por dois canais. O primeiro é o comercial, na medida em que pode desencadear déficits de balança comercial que comprometem a capacidade do país honrar compromissos em moeda estrangeira em função da redução das reservas cambiais. O segundo canal é o excesso de endividamento em moeda estrangeira tanto do governo como do setor privado. Quando o mercado externo percebe risco

²⁸ Ver Boyd *et al.* (2001).

²⁹ México em 1995, Brasil em 1998 e Argentina em 2001, são exemplos.

de capacidade de pagamento futuro dos compromissos em moeda estrangeira, pode-se desencadear um ataque especulativo sobre a moeda local. Se o ataque for forte o suficiente para provocar a desvalorização da moeda, a crise tende a ser de graves proporções, na medida em que esse movimento do câmbio destrói os balanços das empresas e, em muitos casos, as finanças das famílias, gerando uma contração da economia inteira do país³⁰.

Diversos estudos mostram as conseqüências da adoção do regime de câmbio fixo nas crises de países em desenvolvimento, mas outros também reconhecem que em alguns países com instituições fiscal e monetárias fracas, com histórico de hiperinflação, talvez não tenham outra alternativa para romper com o processo inflacionário como colocado por Calvo e Reinhart (2000). Entretanto, Calvo e Mishkin (2003) destacam que mais importante do que o regime cambial para evitar crises financeiras, são as instituições fiscais e monetárias dos países em desenvolvimento. Se estas são capazes de preservar estabilidade fiscal e monetária, o regime de câmbio tem papel secundário na explicação do desempenho econômico dos mesmos³¹.

A abertura comercial também é uma medida que pode reduzir a probabilidade de crises financeiras e, se ocorrerem, tende a ser menos severas. Quando um país deixa de receber divisas repentinamente, ocorre uma quebra na cadeia de financiamento das suas compras proveniente de outros países. Para se ajustar a essa necessidade de capital estrangeiro, o país precisa gerar saldo comercial superavitário. Quando o país é muito fechado ao comércio internacional, ou seja, possui canais limitados de transação com o resto do mundo, a alternativa é reduzir acentuadamente as importações, e isso afeta negativamente o nível de bem-estar nacional.

A distribuição de firmas operando no mercado doméstico e estrangeiro acaba funcionando como uma pulverização dos riscos inerentes a cada atividade econômica. Havendo um contingente significativo de empresas exportadoras no país, a desvalorização da moeda em virtude da redução do ingresso de capital estrangeiro, também aumenta o valor, na moeda corrente, dos seus produtos. Por outro lado, as importadoras sofrem com a depreciação. Se o movimento cambial é o oposto, a perda de valor das exportadoras é compensada, mesmo que parcialmente, pelo aumento do valor das importadoras³².

³⁰ Ver Mishkin (1998).

³¹ Edwards (2007a) destaca que o regime de câmbio flexível reduz a probabilidade dos países sofrerem reversões severas no fluxo de capital.

³² Calvo *et al.* (2003), Edwards (2004), Frankel e Cavallo (2004), Frankel (2005) e Desai *et al.* (2005) são alguns exemplos de estudos empíricos que confirmam essa posição.

Essa breve compilação de literatura nos permite ver que existem algumas condicionantes importantes a serem observadas para que a integração financeira potencialize o crescimento do país e não o coloque na rota de crises financeiras. Se os fundamentos da economia forem mantidos com qualidade (ou seja, política fiscal equilibrada, política monetária mantendo a inflação sob controle e integrada comercialmente com o resto do mundo), mercado financeiro integrado, e agências reguladoras independentes e com poder para fazer fiscalização preventiva adequada, a integração financeira ocorreria dentro de uma estrutura institucional amadurecida, reduzindo as chances de ocorrência de crises financeiras. Sendo assim, os aspectos positivos do processo de integração financeira tenderiam a prevalecer.

2.5 CONCLUSÃO

Iniciamos o estudo nos propondo a reunir evidências apontadas na literatura econômica acerca dos impactos do processo de integração financeira, seus aspectos positivos, negativos e sobre a existência de condicionantes que podem potencializar os seus benefícios e reduzir a probabilidade de crises.

Para responder a essas questões o artigo foi organizado da seguinte forma: após uma breve introdução fazendo uma revisão histórica do processo de integração financeira, passamos a reunir a literatura que aponta a predominância de aspectos positivos deste processo. Mostramos que essa discussão teórica se apóia em vários pilares. O primeiro deles é o próprio conceito de integração financeira. Existem diversas formas de mensurar a integração, sendo algumas delas baseadas em informações qualitativas, através de relatórios de instituições internacionais como o AREAER, do FMI, e outras baseadas em dados de fluxos reais de capitais, desconsiderando as informações qualitativas (chamadas de medidas *de jure*). A principal crítica quanto ao primeiro conjunto de medidas é que, em mercados financeiros sofisticados, essas restrições são desviadas por operações inovadoras e, além disso, os itens analisados pelo relatório não incluem regras que podem indiretamente afetar o fluxo de capitais para o país. Sendo assim, o país deveria ser considerado integrado ou não a partir dos fluxos reais de capitais (chamadas medidas *de fato*). As diferentes medidas parecem influenciar nos resultados dos testes empíricos, portanto, é necessário que se continue aprimorando esse instrumento.

Além disso, a literatura aponta para duas grandes fontes de ganhos econômicos a partir da integração financeira. A primeira fonte deriva do argumento da eficiência alocativa. Essa defende a idéia de que a abertura da economia para a entrada de capitais estrangeiros permite um barateamento do custo do capital, estimulando a acumulação de capital e consequentemente aumentando investimento e a taxa de crescimento da renda *per capita* (argumento derivado do modelo de Solow). A segunda fonte de ganho viria por canais indiretos que estimulariam o crescimento econômico também, com destaque para o estímulo a reformas institucionais. Além destas, a integração financeira também incentivaria maior responsabilidade na condução da política macroeconômica. Essas mudanças em elementos chave para o crescimento do país poderiam ser até as principais fontes de ganho advindos da integração.

Na terceira seção passamos a analisar os argumentos defendidos por autores que acreditam que o processo de integração financeira provocou mais malefícios do que benefícios para os países em desenvolvimento. Na opinião destes autores, deveríamos trabalhar separadamente os casos dos países desenvolvidos e dos países em desenvolvimento. Para estes, os testes empíricos que apontam ganhos com a integração, como aceleração das taxas de crescimento do produto *per capita*, são determinados primordialmente pela presença de países desenvolvidos na amostra. Esse grupo de países tenderia a ganhar com o processo, mas os países em desenvolvimento perderiam mais com a integração do que ganhariam com ela, pois tendem a sofrer crises financeiras severas que reduzem drasticamente seus níveis de renda.

Essa posição é contestada por alguns autores que criticam os métodos utilizados nos testes empíricos aplicados. A principal crítica é que esses estudos testam relações de aceleração do crescimento a longo prazo e não a curto prazo, como preconizado no modelo neoclássico. Além disso, os modelos são baseados em testes *cross-section*, ignorando o caráter temporal do impacto da integração financeira. Em resumo, defendem a idéia de que os testes precisam evoluir e passar a utilizar métodos de série de tempo ou dados de painel. Mais ainda, questões relacionadas à amostra de países analisados podem influenciar os resultados dos testes.

Na seqüência, reunimos a literatura mais recente que vem consolidando a idéia de que os resultados da integração são heterogêneos entre os países, mesmo entre os emergentes. As evidências indicam que as condições iniciais dos países (suas características institucionais, desenvolvimento do mercado financeiro, abertura comercial, regime cambial, entre outros

fatores) ao serem expostos à integração financeira podem influenciar os resultados subsequentes.

Por essas razões o debate continua aberto. As dificuldades metodológicas que limitam a capacidade dos pesquisadores chegarem a uma conclusão definitiva sobre os impactos da integração financeira, se predominam seus efeitos positivos (como maior eficiência alocativa e benefícios indiretos) ou seus efeitos negativos (crises financeiras), estimulam uma mudança no objeto central dos questionamentos. Ao se reconhecer que os dois grupos de resultados podem ocorrer, ou seja, aparentemente os benefícios à abertura da conta de capital não são inequívocos, mais do que perguntar se a integração financeira gera resultados positivos aos países, parece mais adequado perguntar o que é necessário ser feito para que os efeitos positivos da integração predominem e os riscos de crises financeiras sejam reduzidos.

Esta posição está alinhada com a visão recente de que o processo de integração é um caminho sem volta, logo temos que adotar uma abordagem mais pragmática sobre o tema, ou seja, o que fazer para que os custos deste processo sejam os menores possíveis.

A seção cinco do estudo se propõe a buscar essas respostas. A literatura aponta dois grupos de elementos importantes. O primeiro conjunto teria papel determinante na alocação eficiente do capital e o segundo seria um grupo de condições recomendáveis que reduziriam a probabilidade de ocorrência de crises financeiras.

A alocação eficiente do capital pode ser influenciada por um conjunto de instituições específicas. Estas seriam: arcabouço legal que assegure os direitos de propriedade; um sistema de justiça que garanta contratos; redução da corrupção; sistema que garanta a qualidade das informações financeiras (sistema de classificação de risco); desenvolvimento de mecanismos de governança corporativa; e redução ou eliminação do sistema de crédito direcionado pelo governo.

A probabilidade de ocorrência de crises financeiras pode ser afetada por quatro elementos básicos: existência de sistema de regulamentação e supervisão preventiva, para evitar que instituições financeiras se exponham excessivamente ao risco ao alocarem seus recursos; agências reguladoras independentes; abertura do sistema bancário para instituições estrangeiras, reduzindo o poder político das instituições nacionais, trazendo novas práticas e estimulando reformas que aumentem a eficiência do sistema financeiro nacional; e, por fim, manter a economia como um todo com bons fundamentos, reduzindo o risco de desequilíbrio interno sérios no que tange à situação fiscal, taxa de inflação e política comercial.

Desta forma, vimos que a literatura econômica não alcançou consenso quanto às vantagens do processo de integração financeira, principalmente nos países em

desenvolvimento. Se por um lado existem ganhos potenciais na eficiência da alocação do capital, como preconizado no modelo neoclássico, por outro, existem riscos de que fugas de capitais gerem danos severos sobre a atividade econômica dos mesmos. Entretanto, pode-se afirmar que o amadurecimento do debate tem apontado para um conjunto de questões novas que merecem maior atenção dos estudiosos do tema. Mais do que perguntar se a integração financeira gera efeitos positivos sobre a renda ou crise financeira, parece mais relevante observarmos que este processo pode gerar efeitos indiretos significativos sobre as economias em desenvolvimento, estimulando reformas e boas práticas na condução de políticas macroeconômicas. Além disso, devemos explorar mais as proposições que indicam que, se os países observarem algumas condições iniciais, os riscos de crises financeiras podem ser reduzidos, potencializando os ganhos da abertura. Por fim, poderíamos ir além e questionar qual é a relação de causalidade entre essas “condições iniciais” e os resultados da integração. Será que as referidas condições não podem surgir estimuladas pelo próprio processo de abertura financeira? Neste caso, valeria abrir a economia de qualquer forma, na medida em que a longo prazo, as instituições se ajustariam para potencializar os efeitos positivos da entrada de capital estrangeiro. Questões como estas restam em aberto, e merecem ser analisadas em estudos futuros.

3 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA E REFORMAS INSTITUCIONAIS

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

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

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

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

A tese dos benefícios colaterais nos abre a possibilidade de reconciliar as visões distintas a respeito dos impactos da integração financeira. Poderiam ver coexistindo aumento da volatilidade da taxa de crescimento no curto prazo, e maior estabilidade e aceleração deste indicador a longo prazo, após as reformas pró-mercado serem implantadas. A questão é: por que os governos seriam compelidos a adotarem políticas econômicas sólidas? Porque a abertura do mercado financeiro oportuniza um canal pelo qual o mercado pode “punir” condutas que aumentem o risco de queda do retorno do seu capital. Ao se depararem com políticas como indisciplina fiscal, aumento da inflação, enfraquecimento dos direitos de propriedade, por exemplo, os agentes econômicos poderiam rapidamente remeter seus recursos para outros países. Nestas condições, o ingresso de capital que poderia, inicialmente, estimular a atividade econômica, conforme o modelo neoclássico, ao sofrer uma mudança radical de expectativas e sair do país de maneira brusca pode gerar uma crise financeira severa, com desvalorização cambial e desorganização da atividade produtiva, como defende Rodrik (1998).

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

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

A proposta deste estudo é analisar se a abertura financeira ocorrida num conjunto de 39 países selecionados entre as décadas de 80 e 90 provocou as reformas institucionais observadas nos dados do BERI. A amostra considera países desenvolvidos e em desenvolvimento, mas organizados em cinco subgrupos que permitem uma análise mais segmentada dos efeitos deste processo. Ou seja, buscamos analisar se os efeitos da integração financeira foram iguais nos diferentes grupos de países, ou se resultaram em incentivos distintos. Além disso, o estudo também se propõe a analisar se o *timing* de ajustamento foi o

mesmo nos diferentes países considerados e se os movimentos de um dos grupos podem influenciar o incentivo de reformas dos demais países.

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

3.1 EVOLUÇÃO RECENTE DA LITERATURA ACERCA DOS IMPACTOS DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

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

No que se refere à primeira frente, ao buscar explicação para o aumento dos preços dos ativos nos países que promovem abertura financeira, Henry (2000a) argumenta que a mudança de uma economia financeiramente fechada para outra com abertura da conta de capital, normalmente coincide com quatro reformas: (1) estabilização macroeconômica, (2) abertura comercial, (3) privatizações e (4) redução de controles de câmbio. Algo semelhante é alcançado por Pires (2006), que observa uma alteração no comportamento da política fiscal brasileira a partir da intensificação da abertura financeira daquele país, tornando-a mais rígida. Kaminsky e Schmukler (2003) constatarem que a abertura parcial do mercado financeiro ocorre anteriormente ao início de reformas institucionais, indicando que o processo de abertura financeira pode ser um indutor de reformas. Estas, por sua vez, podem acabar estimulando o crescimento econômico ao longo do tempo. Assim, a integração financeira

estimularia o crescimento por canais indiretos. A análise segue argumento semelhante ao proposto por Krugman (2002), que defende que, a longo prazo, a integração tende a resolver os problemas que cria inicialmente, como, por exemplo, aumento da volatilidade da entrada e saída de recursos e oscilação do consumo. Martinez *et al.* (2004) argumentam que as crises são o preço que se paga para ter rápido crescimento uma vez que a garantia dos contratos esteja estabelecida.

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

Bordo e Meissner (2007) confirmam a mesma tese, utilizando dados entre 1880 e 1913. Para os autores, os ganhadores do processo de integração foram os países com maior nível de credibilidade internacional e mercado financeiro desenvolvido. Calderón e Fuentes (2006) concluem em seu estudo de caso do Chile, que as altas taxas de crescimento chilenas têm forte relação com a sua estabilidade macroeconômica, qualidade institucional e abertura financeira.

Por fim, Kose *et al.* (2009) também confirmam a hipótese de que os resultados da integração estão condicionados às condições iniciais presentes em cada país. Para eles, os principais fatores para potencializar os efeitos positivos são: (1) desenvolvimento do mercado financeiro (principalmente do mercado de crédito), (2) qualidade das instituições, (3) abertura comercial, (4) flexibilidade do mercado de trabalho, e (5) nível geral de desenvolvimento do país.

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

A análise acima nos indica dois caminhos com implicações distintas do ponto de vista de política econômica. Um recomendaria reformas antes do início da abertura financeira, e o outro sugere que a abertura poderia ocorrer mesmo antes destas reformas sugeridas, uma vez que elas acabariam sendo estimuladas naturalmente, respeitado um intervalo de tempo.

Veremos nas próximas seções qual destas visões encontra maior suporte empírico. A seguir, faremos a descrição da base dos dados institucionais utilizados nos testes.

3.2 BASE DE DADOS

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

Os quatro índices gerados merecem uma descrição mais detalhada, na medida em que esta base de dados não é corriqueiramente utilizada em estudos acadêmicos. São eles: (1) *Operations Risk Index* (ORI), composto por quinze critérios, (2) *Political Risk Index* (PRI), resultado da agregação de dez critérios, (3) *Remittance and Repatriation Factor* (R Factor), composto por quatro subíndices, e (4) um índice agregado incorporando os demais índices de forma ponderada (1/3 para cada)¹.

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

¹ Os gráficos do índice agregado dos 39 países analisados são apresentados no Anexo A.

3.2.1 Operations Risk Index (ORI)

O objetivo do ORI é capturar o clima para o investimento de capital estrangeiro. São duas variáveis sendo medidas: (1) o grau de tratamento preferencial dado ao capital nacional e (2) a qualidade geral do clima para desenvolvimento de negócios, incluindo aí nível de burocracia e continuidade política.

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

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

3.2.2 Political Risk Index (PRI)

Este indicador considera somente as condições sociopolíticas de um país para quatro períodos distintos: (1) situação corrente, (2) próximo ano, (3) 5 anos adiante e 10 anos adiante.

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

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

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

3.2.3 R Factor

A proposta deste indicador é estimar a capacidade e o desejo de um país permitir que empresas privadas possam: (1) converter seu lucro e capital em moeda local para uma moeda estrangeira e transferir estes fundos, e (2) ter acesso a moeda estrangeira para importar componentes, equipamentos e matérias-primas.

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

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

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

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

Por fim, podemos analisar se a integração financeira tem, ou não, impactos distintos nos diferentes grupos de instituições, quais seja, instituições de ordem política e social, ou de ordem econômica e legal.

3.2.4 Demais Variáveis

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

Também foi construída uma medida do nível de integração financeira do país, nos moldes do que foi proposto em Alfaro *et al.* (2005). A medida definida como *Equity Flow* (EQFLOW) é o resultado do somatório das entradas e saídas dos IDE e Investimentos em Portfólio. Ou seja, é considerada uma medida do fluxo bruto de capitais em cada país. A opção pelo índice bruto se deve a noção de que para medir o nível de integração financeira de um país deve-se considerar tanto as entradas quanto as saídas de recursos e não somente o saldo destes movimentos, como discutido em Kose *et al.* (2006).

Por fim, construímos a variável INST_R para capturar os efeitos cruzados das alterações no indicador institucional. Esta variável é dada pela diferença entre o valor médio do indicador institucional em um dos subgrupos de países (estes são apresentados na seção 4) e o valor médio deste indicador considerando os demais países da amostra.

3.3 PAÍSES ANALISADOS

Por uma questão de disponibilidade de dados, a análise compreenderá 39 países dos 53 disponíveis. Os países foram classificados em cinco grupos distintos para permitir uma segregação maior da análise desenvolvida. Os grupos são: (1) países da América Latina², (2) Ásia Emergente³, (3) G7⁴, (4) Outros Desenvolvidos⁵ e (5) Outros em desenvolvimento⁶.

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

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

² Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru e Venezuela.

³ Indonésia, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas, Singapura e Tailândia.

⁴ Alemanha, Canadá, França, Itália, Estados Unidos, Japão e Reino Unido.

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

⁶ Egito, Marrocos, Paquistão, Arábia Saudita, África do Sul e Turquia.

Tabela 1
Integração Financeira nos Países da Amostra⁷

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

Fonte: Bekaert *et al.* (2005).

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

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

3.4 ANÁLISE EMPÍRICA

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

$$INST_{it} = \beta_1 + \beta_2 EQFLOW_{it} + \beta_3 BEKAERT_{it} + b_4 INST_R_{it} + u_{it} \quad (1)$$

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

Sendo, conforme apresentado anteriormente: INST o indicador da qualidade institucional agregado, calculado pelo BERI. EQFLOW a medida de grau de integração financeira, dada pela relação fluxo de capitais como proporção do PIB. BEKAERT uma *dummy* com valor zero para o período em que a economia é dita fechada ao fluxo de capitais e valor um quando aberta, de acordo com Bekaert *et al.* (2005) e sintetizado na Tabela 1 acima. INST_R variável capturando os efeitos cruzados da variação do indicador institucional de uma região sobre as demais. O modelo controla a existência de autocorrelação dos resíduos.

Pela análise descrita nas seções anteriores, os resultados esperados são: (1) relação positiva entre EQFLOW e variação institucional, (2) relação positiva entre BEKAERT e a variação institucional. Esperamos que uma vez aberto o canal de “punição” para políticas contrárias às preconizadas pelo mercado (por exemplo, elevação da inflação e enfraquecimento dos direitos de propriedade), e quanto maior for este canal, tenhamos movimentos no sentido de reformar as instituições, melhorando sua avaliação. Além disso, também esperamos observar relação positiva entre a variável INST_R e variação do indicador institucional dos países. Acreditamos que havendo movimentos reformadores das instituições em outros grupos de países tenderemos a observar movimentos semelhantes internamente. Os países em média tendem a replicar políticas bem sucedidas em outras economias, principalmente semelhantes a ela.

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

Tabela 2
Resultados da Regressão

Variáveis	Todos os países	América Latina	Emergentes da Ásia	G7	Outros desenvolvidos	Outros em desenvolvimento
C	14,4873***	-5,163	31,8985***	4,455	10,0268	42,1350*
EQFLOW	3,0760*	8,542	17,408	-18,381	3,4617*	-14,828
BEKAERT	0,6617*	1,5337***	0,2985	1,7335*	-0,9067	0,4252
INST_R	0,7204***	0,8036***	0,4717***	1,0691***	0,9540***	0,0570
AR(1)	0,7690***	0,6870***	0,7282***	0,8921***	0,7779***	0,8465*
R ² ajustado	0,9821	0,8620	0,9825	0,9679	0,9729	0,9354
N	1,014	208	156	182	312	156
DW	1,806	1,466	1,906	1,5220	2,0804	2,062

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

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

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

A variável EQFLOW é significativamente diferente de zero, também ao nível de 10% de significância para amostra total, indicando que o grau de integração financeira também apresenta correlação positiva com a variação no indicador de qualidade institucional utilizado. Assim, como no caso anterior, observa-se, entretanto, que esta relação se mantém somente para o grupo Outros Desenvolvidos.

É importante destacar que a literatura reconhece a possibilidade da existência de uma relação endógena entre taxa de crescimento econômico e integração financeira, por isso não se busca encontrar uma relação de causa e efeito, mas sim, sinais de correlação positiva entre

as variáveis. Neste estudo, não relacionamos taxa de crescimento e integração financeira, mas sim, variação do indicador de qualidade institucional e integração financeira. Pela forma com que a variável INST é construída, tendo em um dos seus subíndices (R-Factor) um elemento que mensura a possibilidade de remeter capitais para o exterior, é de se imaginar que exista algum grau de endogeneidade entre estas duas variáveis. O único estudo que testa algo semelhante ao que estamos fazendo aqui é Kaminsky e Schuckler (2003). Neste estudo, os autores encontram evidências, para uma amostra de 18 países, de que os estágios iniciais da integração financeira ocorrem antes da evolução dos indicadores institucionais. Logo, poderíamos afirmar que existe uma tendência de que a integração financeira causa mudanças nas instituições e não o oposto, mesmo que este processo se retroalimente ao longo do tempo.

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

Uma possível explicação para este resultado é que este grupo não reúne países que pertencem a uma mesma região geográfica e talvez a proximidade dos países seja um elemento que facilite este efeito cruzado. Por esta lógica, não deveríamos ter encontrado relação significativamente diferente de zero para o grupo Outros Desenvolvidos. Entretanto, existe uma diferença importante entre estes dois grupos que é o nível de integração econômica entre os países considerados no grupo. O grupo Outros Desenvolvidos acaba incluindo países que são muito mais dependentes economicamente uns dos outros do que o grupo Outros em desenvolvimento, e esta dependência também pode influenciar a capacidade de inter-relação das suas políticas. A importância da localização geográfica não foi testada explicitamente neste estudo, mas fica como um possível tópico para exploração no futuro.

Uma questão que pode estar enfraquecendo o resultado obtido entre as variáveis BEKAERT e INST é que, neste primeiro exercício, estamos avaliando relações contemporâneas – a capacidade das variações em t da primeira variável influenciar as variações em t da segunda, ou seja, se o país promove a abertura financeira em 1990,

deveríamos observar variações significativamente diferentes já neste mesmo ano. As discussões teóricas apresentadas nas seções anteriores, no entanto, indicam que estas reformas podem ocorrer a médio prazo, e não ao mesmo tempo. Logo, os efeitos podem ser mais significativos com certa defasagem temporal.

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

Estimamos a mesma equação utilizada anteriormente exceto pelo fato da variável BEKAERT ser defasada em k períodos, sendo que k assume valores entre 0 e 4. O coeficiente β_3 , portanto, captura o efeito acumulado do comportamento da variável BEKAERT defasada até o período k sobre o indicador institucional.

$$INST_{it} = \beta_1 + \beta_2 EQFLOW_{it} + \beta_3 BEKAERT_{it-k} + b_4 INST_R_{it} + u_{it} \quad (2)$$

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

A opção por este número de defasagem tem como objetivo incorporar elementos do ciclo político dos países. Assim, temos um período suficientemente longo para que sejam capturados efeitos relativos a mudanças causadas por eleições. Aplicamos este mesmo procedimento para a amostra completa, com 39 países, e para cada um dos subgrupos Analisados. A Tabela 3, abaixo, sintetiza os resultados das regressões para a amostra completa e para cada um dos subgrupos analisados.

Tabela 3
Efeito Temporal da Abertura Financeira no Desenvolvimento Institucional
(Valor dos parâmetros da variável BEKAERT defasada em diferentes períodos)

Defasagem	Todos os países	América Latina	Emergentes da Ásia	G7	Outros desenvolvidos	Outros em desenvolvimento
0	0,6617*	1,5337***	0,2985	1,7335*	-0,9067	0,4252
1	0,6417*	0,642	1,2248**	-1,2000	2,5157**	1,0743
2	1,2357***	1,0462*	0,6554	1,2038**	039048	-0,2660
3	0,3585	1,0123**	0,2058	-0,058	-0,0813	0,3712
4	0,2215	0,1395	-1,0804	0,9076	-0,3406	-0,1614

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

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

Para a mostra envolvendo os 39 países, observou-se que o indicador apresenta uma melhora de 0,66 ponto percentual já no primeiro ano. A magnitude do impacto se mantém aproximadamente inalterada um período depois da abertura financeira e dois anos após a integração do mercado financeiro o efeito sobre as reformas institucionais atinge seu pico, melhorando o indicador em 1,24 ponto percentual. A partir do terceiro ano, após a abertura, os impactos não são mais significativamente diferentes de zero. Isso indica que os países, em média, acabam promovendo reformas em um período relativamente curto, indicando que são gerados os incentivos necessários para o desenvolvimento institucional dos países após a integração financeira conforme a tese defendida.

O Gráfico 1 representa o comportamento das defasagens de 0 a 4:

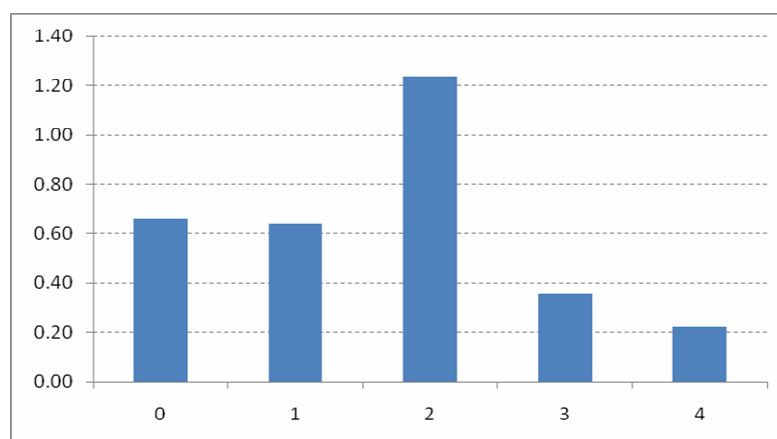


Gráfico 1 - Efeito Temporal da Abertura Financeira sobre o Indicador Institucional

Esse resultado também reforça a tese de que os efeitos colaterais da abertura financeira ocorrem a médio prazo, ou seja, fatores importantes na explicação do comportamento da taxa de crescimento do PIB, como a qualidade das instituições, podem ser estimulados após a abertura financeira. Este resultado ganha importância na medida em que os estudos recentes que testam a relação entre integração financeira e a taxa de crescimento econômicos dos países indicam que este efeito ocorre de forma significativa nos países que já estão em um nível intermediário de desenvolvimento⁸. Sendo assim, se a integração financeira tem a capacidade de estimular reformas institucionais, pode-se esperar que alguns anos após a ocorrência da abertura financeira, os países tenderão a atingir os níveis mínimos de desenvolvimento institucional necessários para que os efeitos positivos do processo se manifestem.

Observa-se, entretanto, que estes efeitos não são homogêneos entre os diferentes grupos de países. Os países da América Latina apresentam um comportamento semelhante ao da amostra total. Conforme apresentado no gráfico 2, o indicador institucional dá um grande salto de 1,5 ponto percentual já no ano da abertura financeira, continua tendo impactos positivos, e significativamente diferentes de zero, sobre o indicador institucional de 1,05 e 1,01 ponto percentual no segundo e terceiro ano após a abertura, respectivamente. Assim, nosso resultado indica que três períodos após a abertura, os países da América Latina tendem a registrar uma evolução de aproximadamente 1 ponto percentual no seu indicador institucional.

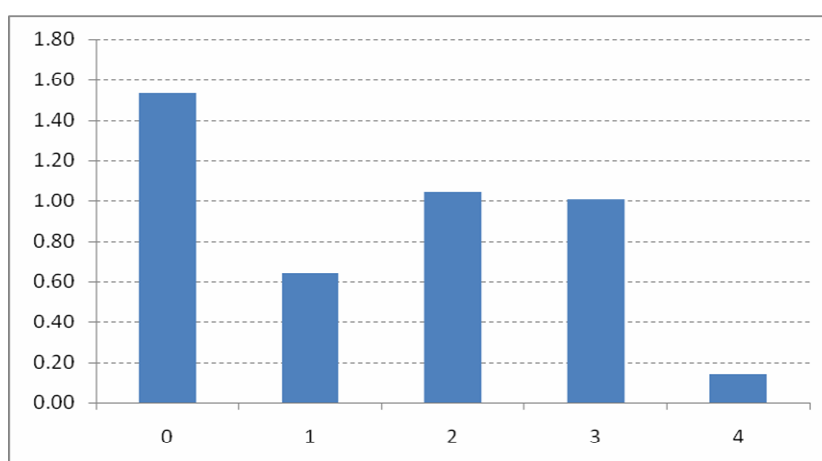


Gráfico 2 - Efeito Temporal da Abertura Financeira sobre o Indicador Institucional: América Latina

⁸ Alguns exemplos são Klein e Olivei (2005), Edwards (2001), Bordo e Meissner (2007), Calderón e Fuentes (2006) e Kose *et al.* (2009).

Os grupos dos países Emergentes da Ásia e Outros Países desenvolvidos apresentam comportamento semelhante entre si, com forte crescimento do indicador institucional no primeiro ano após a abertura financeira. No primeiro observa-se uma variação positiva no indicador de 1,2 ponto percentual e no segundo grupo o crescimento é ainda maior, 2,5 pontos percentuais. Para os outros anos, não são encontradas relações significativas entre as variáveis.

Efeito temporal da abertura financeira sobre o indicador institucional

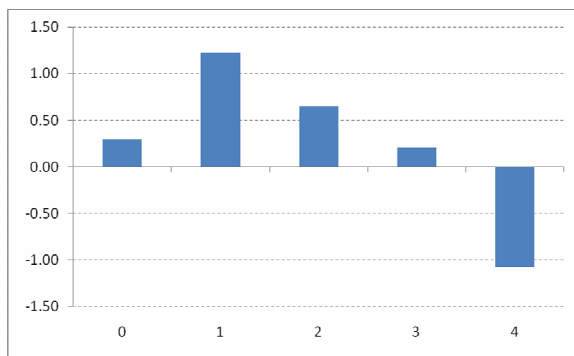


Gráfico 3 - Emergentes da Ásia

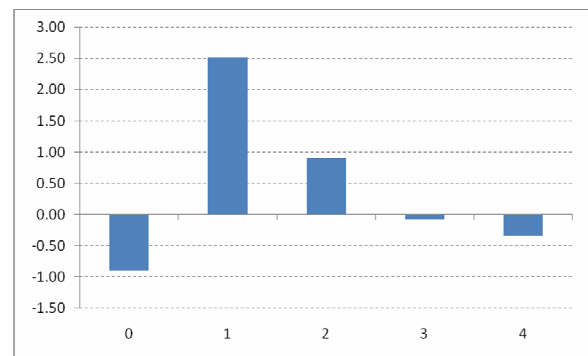


Gráfico 4 - Outros Desenvolvidos

O grupo Outros em Desenvolvimento, não apresenta nenhum impacto significativamente diferente de zero até a quarta defasagem. Isto indica, de certa forma, uma resistência muito grande a reformas após a integração. Este resultado, mais uma vez, pode estar sendo afetado por questões amostrais, uma vez que reúne um número relativamente pequeno de países que não estão localizados geograficamente próximos e nem possuem elevado grau de dependência econômica entre si. Um dado que corrobora este argumento é o período de abertura financeira destas economias. Enquanto os países da América Latina abrem as suas economias entre 1989 e 1994, isto é, em um intervalo de cinco anos, o grupo Outros Desenvolvidos varia entre 1988, no Marrocos, e 1996, África do Sul. Temos, portanto, uma diferença de nove anos.

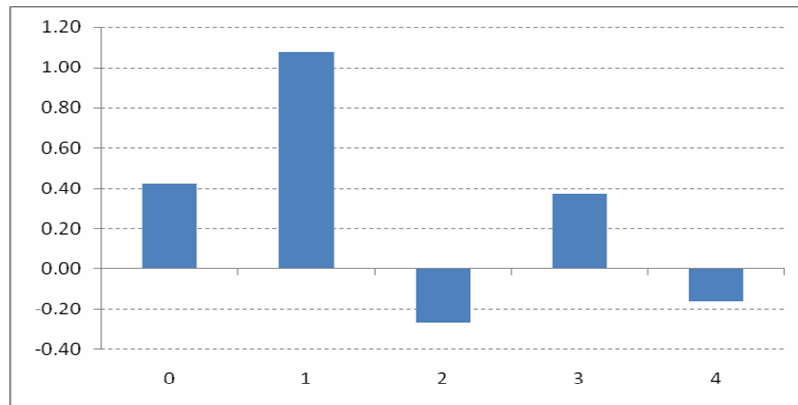


Gráfico 5 - Efeito Temporal da Abertura Financeira sobre o Indicador Institucional – Outros Países em Desenvolvimento

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

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

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

3.5 ANÁLISES FUTURAS

A análise empírica desenvolvida neste estudo nos permitiu extrair algumas relações preliminares sobre a possibilidade do processo de abertura financeira dos países estimular reformas institucionais. Os resultados da amostra de 39 países confirmam esta tese, indicando que esta relação tem um grau de significância de 10% quando consideramos as variações do indicador institucional e da medida de integração financeira no mesmo período de tempo, mas esta significância aumenta para 1% quando incorporamos uma defasagem temporal de dois períodos entre a abertura financeira e a variação do indicador da qualidade das instituições. Confirma-se, portanto, a tese de que o processo de reformas não ocorre no mesmo momento em que se promove a abertura financeira, mas sim com uma defasagem temporal média de dois períodos.

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

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

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

Saudita, Marrocos, Egito e Turquia. Adicionalmente, será que este resultado pode ser explicado pelo sistema presidencialista ou parlamentarista?

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

3.6 CONCLUSÕES

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

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

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

A abordagem dos efeitos indiretos da abertura financeira oferece, portanto, uma possibilidade de reconciliação das duas visões aparentemente contraditórias sobre o tema. Podemos observar efeitos negativos sobre as taxas de crescimento a curto prazo, mas positivos a longo, após os processos de reformas apresentados.

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

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

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

prolonga por três períodos, indicando um processo de ajustamento mais lento. Por fim, outro grupo não apresenta um impacto significativamente diferente de zero para quatro períodos de defasagem.

A análise dos subgrupos também indica a existência de impactos cruzados das iniciativas de reformas dos diferentes grupos de países. Observa-se que as variações do indicador institucional dos países que estão no subgrupo analisado são positivamente correlacionadas com os movimentos dos demais grupos, a exceção fica por conta do grupo Outros Países em Desenvolvimento.

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

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

4 IMPACTOS COLATERAIS DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA: O CASO BRASILEIRO ENTRE 1980 E 2009

O novo ciclo de integração financeira iniciado na segunda metade da década de 1980, incrementando o fluxo de capitais internacional revigorou o debate acerca dos efeitos deste processo sobre o desempenho econômico dos países. O debate acadêmico se divide entre os que acreditam que a maior liberdade dos fluxos de capitais é uma poderosa ferramenta para aumentar a eficiência da alocação de recursos produtivos, e aqueles que crêem que este processo é o principal responsável pelas crises financeiras e fugas de capitais ocorridas nos países em desenvolvimento neste mesmo período.

O primeiro grupo corrobora as previsões do modelo neoclássico, introduzido pelo seminal artigo de Solow (1956), apontando benefícios inequívocos para os países que ampliavam seu grau de abertura financeira, principalmente, os países em desenvolvimento que seriam os grandes receptores desse fluxo. Pelo modelo neoclássico, a integração financeira, representada pelo grau de liberalização da conta de capital, permitiria uma alocação mais eficiente dos recursos gerando uma série de benefícios. De acordo com esse modelo, os recursos deveriam fluir dos países desenvolvidos, abundantes em capital, nos quais os retornos são baixos, para os países em desenvolvimento, naturalmente com carência de capital e que, portanto, ofereceriam maiores retornos para esse fator. O fluxo de recursos reduziria o custo do capital e, assim, estimularia um aumento temporário nos investimentos que elevaria permanentemente sua renda¹. Essa posição é defendida em diversos estudos, entre eles Fisher (1998), Obstfeld (1998), Rogoff (1999) e Summers (2000).

Por outro lado, outros autores (RODRIK, 1998; EICHENGREEN, 2001; EDISON *et al.*, 2004) argumentam que o modelo neoclássico tem validade somente quando se assume que não existem outras distorções na economia, exceto barreiras ao fluxo de capitais. Ou seja, o modelo estaria partindo de hipóteses muito simplificadoras, uma vez que países em desenvolvimento apresentam uma série de outras imperfeições que podem afetar seu

¹ Feenstra e Taylor (2008) chamam o modelo neoclássico de modelo “ingênuo”. Os autores mostram que o modelo considera hipóteses que não são verdadeiras e que isso altera algumas das suas mais importantes conclusões. A principal falha é considerar que os países possuem as mesmas funções de produção, quando na prática isso não é verdadeiro. Com funções de produção diferentes, o produto marginal do capital pode não ser maior nos países em desenvolvimento do que nos desenvolvidos, para diferentes níveis de capital per capita. Diversos fatores podem afetar o produto marginal do capital, entre eles a qualidade das instituições e do capital humano. Esta é uma das possíveis razões para o baixo fluxo de capitais migrando dos países ricos para os em desenvolvimento.

crescimento. Rodrik (1998) argumenta que as evidências empíricas não confirmam a existência de correlação positiva entre abertura da conta de capital e a taxa de crescimento do país. No entanto, afirma que os custos da abertura de capital são claros e aparecem na forma de crises externas recorrentes.

Edison *et al.* (2004) e Prasad *et al.* (2003) fizeram revisões da literatura acerca do tema, e constataram que apenas três estudos do conjunto revisado apresentavam correlação significativa entre integração financeira e crescimento econômico². Esse último conclui categoricamente que a literatura econômica sobre o tema, até aquele momento, não fornecia evidências robustas que permitissem afirmar que a maior abertura financeira de um país aumentaria a sua taxa de crescimento.

Henry (2006), entretanto, critica essa conclusão com um argumento bastante perturbador. Na opinião do autor, é verdade que muitos estudos empíricos não encontram evidências de relação positiva entre integração financeira e crescimento, mas o grande ponto é que estes estudos não são construídos adequadamente para testar a validade da teoria neoclássica. A maioria deles faz meramente regressões cross-section entre abertura da conta de capital e crescimento, mas testando efeitos nas taxas de crescimento de longo prazo para uma amostra de países. Acabam testando, portanto, efeitos permanentes nas taxas de crescimento dos receptores do capital, e não variações temporárias como sugere o modelo neoclássico. Neste, o que muda de forma permanente é o nível de renda *per capita*, mas não a sua taxa de crescimento.

Por sua vez, Kose *et al.* (2006) argumenta que a contribuição da abertura da conta de capital pode trazer benefícios para o crescimento econômico de maneira indireta. Ou seja, os benefícios não viriam pelos canais amplamente defendidos, como o aumento de recursos para financiamento de investimentos domésticos (argumento da eficiência alocativa que está na essência do modelo neoclássico). Assim, o que os autores defendem é que a integração financeira gera um conjunto de benefícios colaterais potenciais como, por exemplo, desenvolvimento do setor financeiro, disciplina na política macroeconômica, aumento da eficiência em função do acirramento da competição entre as empresas e melhores práticas do setor público. Essa é uma possível explicação do porquê muitos estudos indicam ausência de relação entre abertura de capital e crescimento, quando variáveis que controlam alterações nos canais apresentados acima são introduzidas no modelo. Seguindo a mesma lógica da existência de efeitos diretos e indiretos relacionados à integração financeira, Ranciere *et al.*

² Edison *et al.* (2004) revisa dez estudos e Prasad *et al.* (2003) revisa quatorze pesquisas que examinam as relações entre abertura de capital e crescimento.

(2006) encontram evidências que apontam para impactos positivos sobre a taxa de crescimento do PIB (chamado de efeito direto), mas efeitos negativos em função do aumento da propensão a crises financeiras (chamado de efeito indireto)³. Os autores concluem que os efeitos positivos sobre o crescimento superam largamente as perdas associadas à ocorrência de crises financeiras.

Além disso, o argumento defendido por Kose *et al.* (2006) consegue fechar algumas lacunas importantes da literatura relacionada aos impactos da integração financeira que estimulam posições divergentes quanto aos seus benefícios e custos. Em primeiro lugar, estabelece uma relação entre efeitos da integração financeira e seus aspectos institucionais. Em princípio, os efeitos podem ser positivos ou negativos, no que tange à redução de risco e alocação de recursos, mas dependendo da qualidade das instituições locais e políticas macroeconômicas adotadas, a probabilidade do efeito ser positivo pode variar. Em segundo lugar, o horizonte temporal da análise passa a desempenhar um papel fundamental para se computar os ganhos ou perdas do processo.

Quando passamos a considerar que os efeitos de curto prazo e de longo prazo do processo de integração financeira podem ser distintos, a argumentação aparentemente contraditória dos parágrafos acima passa a ter uma lógica muito interessante. Uma parte importante da literatura entende que os maiores beneficiados com a intensificação da integração financeira são os países em desenvolvimento de renda média ou, alternativamente, considerados de nível institucional intermediário⁴. Isso significa que países que possuem instituições sólidas (mercado financeiro desenvolvido e segurança jurídica dos contratos), assim como aqueles que adotam políticas macroeconômicas sólidas (inflação baixa, equilíbrio fiscal, livre comércio) tendem a capitalizar bons frutos com a integração, enquanto que os países que ainda não alcançaram esse estágio tendem a sofrer oscilações bruscas no seu nível de renda e aumentam a probabilidade de sofrerem crises financeiras de grandes proporções.

Nestas condições, os países deveriam primeiro desenvolver suas instituições e adotar políticas macroeconômicas sólidas antes de promover a integração dos seus mercados financeiros. Entretanto, se a abertura financeira funcionar como um catalisador de reformas os países podem absorver os ganhos da integração, mesmo que se tenha um custo inicial (aumento da volatilidade de variáveis econômicas). Neste caso, mesmo que num primeiro momento o país observasse o lado negativo do processo, como flutuações bruscas de câmbio,

³ Kaminsky e Reinhart (1998) e Demirguc-Kunt e Detragiache (1998 *apud* RANCIERE *et al.* 2006) encontram evidências que há aumento da propensão a ocorrência de crises bancárias e monetárias após a integração financeira.

⁴ Ver Prasad *et al.* (2006).

oscilações da renda e do consumo, a longo prazo, esse mesmo processo acabaria por incentivar as reformas que promoveriam aperfeiçoamentos institucionais que fariam com que a face positiva da integração predominasse. A construção de instituições sólidas, disciplina de mercado e desenvolvimento do setor financeiro tomam tempo, e estes são importantes canais pelos quais o crescimento econômico originado pela entrada de capitais se manifesta⁵.

Com isso, em termos teóricos, podemos conviver com situações em que a integração causa crises e casos em que temos efeitos positivos, como aceleração do crescimento econômico e redução da inflação. Entretanto, no caso dos países em desenvolvimento, poderá haver um predomínio dos efeitos negativos no curto prazo, mas no longo prazo, uma vez que o país tenha tido tempo suficiente para promover as reformas pró-mercado necessárias, os efeitos positivos devem prevalecer.

O objetivo deste estudo é analisar se o caso brasileiro pode ser um exemplo de país em desenvolvimento que sofre o processo de crise e adaptação ao mercado de capitais integrado descrito pela teoria dos efeitos colaterais da integração financeira. Será que o processo de integração do Brasil pode servir de referência para a defesa da tese de que os países em desenvolvimento tendem a ter benefícios a longo prazo, decorrentes do processo de integração financeira? Centraremos a análise no comportamento da volatilidade do PIB, mas também iremos registrar se houve alguma alteração significativa na condução da política econômica após o período em que o país passa a ter fluxo de capitais livre.

Outros estudos já abordaram os impactos do processo de abertura financeira ocorrido no Brasil nas últimas décadas, mas nenhum enfatizou os seus impactos indiretos, apesar de alguns de seus aspectos serem considerados marginalmente. Goldfajn e Minella (2005) fazem uma excelente análise de fatos estilizados relacionados às alterações das regras de controles de capitais e ao comportamento dos fluxos de capitais a partir da década de 90 até 2004. Os autores observam que ocorreu uma mudança significativa nos padrões de acumulação de dívida externa após a abertura, e principalmente após a migração para o regime de câmbio flutuante. O efeito foi uma acentuada redução na emissão de títulos de dívida externa pelo setor privado, em função da própria redução da oferta de recursos, mas também pela eliminação das garantias implícitas de paridade para os tomadores, que viam na flutuação do câmbio mais um elemento de risco.

⁵ Cipriani e Kaminsky (2006) afirmam que os mercados financeiros se tornam menos erráticos após a integração financeira. Kose *et al.* (2009) destacam o papel das instituições para o desempenho econômico. Mishkin (2006) apresenta uma ampla revisão desta literatura.

O estudo também aponta uma alteração significativa no perfil do financiamento externo, com os fluxos de investimento externo direto superando os investimentos em portfólio. Estes fluxos de entrada financiaram predominantemente os déficits em conta-corrente do período. A análise abordou um dos aspectos propostos no nosso estudo. Observou-se que a volatilidade do consumo agregado (medido em percentual do PIB) foi menor do que nos anos 80. Por fim, o estudo apontou as principais causas de interrupções bruscas no fluxo de capitais. Os principais fatores são de ordem doméstica, como o aumento do risco país (medido pelo *Emerging Markets Bond Index* - EMBI) uma vez que acaba induzindo redução da entrada de capitais, aumento da taxa de juros, moeda mais depreciada e queda no produto. Os autores concluem que estas são evidências da importância de se construir bons fundamentos nos países emergentes.

Carvalho e Garcia (2006) mostram, a partir do caso brasileiro, que controles de capitais acabam sendo pouco eficientes em países cujos mercados de capitais são sofisticados. Conclusão semelhante chegam Cardoso e Golfanj (1998). Os autores mostram que o governo brasileiro reage fortemente aos movimentos de capital, aumentando as restrições a entrada em momento de forte influxo de capital e reduzindo estas restrições em momentos de escassês de recursos, mas que estas restrições são parcialmente eficazes para alterar os níveis e a composição destes fluxos sem, entretanto, gerarem efeitos de longo prazo. Garcia e Barcinski (1998), estudando os determinantes do fluxo de capitais para o Brasil, concluem que até 1998 o diferencial de taxas de juros entre o Brasil e o resto do mundo foi o fator determinante para a atração do enorme volume de capital registrado, e que os controles de capitais aplicados foram somente em parte eficazes. A mesma conclusão é encontrada em Garcia e Valpassos (1998).

Pires (2006) conclui que a abertura financeira ocorrida no Brasil implicou na imposição de limites a utilização da política fiscal para intervir nos ciclos econômicos. O governo passou a adotar uma política fiscal mais conservadora.

Recentemente, Tófoli *et al.* (2008) confirmam, utilizando uma mostra de empresas brasileiras de capital aberto, que após a abertura financeira houve um aumento médio de aproximadamente 1,7% ao ano na taxa de crescimento do estoque de capital das firmas, principalmente devido à queda do custo do capital acionário. Ou seja, confirmam os movimentos da eficiência alocativa demonstrados no modelo neoclássico. Se por um lado confirmam a alocação eficiente entre o exterior e o Brasil, por outro, não conseguem obter evidências de alocação eficiente entre os setores da economia brasileira.

O estudo está organizado da seguinte forma. Além desta introdução, na segunda seção faremos uma breve descrição dos resultados apontados pela teoria no que se refere aos efeitos indiretos da integração financeira. Na terceira seção apresentaremos os testes empíricos para o caso brasileiro. Por fim, na seção quatro apresentaremos nossas considerações finais.

4.1 EFEITOS INDIRETOS DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

Henry (2000a), ao buscar explicação para o aumento dos preços dos ativos nos países que promovem abertura financeira, argumenta que a mudança de uma economia financeiramente fechada para outra com abertura da conta de capital, normalmente coincide com quatro reformas: (1) estabilização macroeconômica, (2) abertura comercial, (3) privatizações e (4) redução de controles de câmbio. O autor também chama atenção para o fato dos testes tradicionais não controlarem para os efeitos indiretos da abertura de capital, e com isso poderem estar gerando estimadores enviesados, na medida em que parte dos efeitos da abertura seria responsabilidade das reformas ocorridas ao mesmo tempo ou nos períodos subsequentes ao fato. Desta forma, o estudo reforça a idéia de que existe uma relação entre a abertura da conta de capital e a probabilidade de ocorrerem reformas no país e que pelo menos parte dos resultados observados nas taxas de crescimento pode derivar destas transformações. A importância das mesmas já foi apresentada por uma série de estudos. Os efeitos benéficos sobre preços dos ativos, investimento e crescimento, derivados da estabilização da inflação, por exemplo, foram confirmados em Easterly (1996), Bruno e Easterly (1998), Calvo e Végh (1998), Henry (2000b) e Fischer *et al.* (2002). Por sua vez, os impactos da abertura comercial são abordados por Sachs e Warner (1995), Krueger (1997/1998), Frankel e Romer (1999) e Wacziarg e Welch (2003). Por fim, os efeitos das privatizações foram tratados por Megginson (2001).

Pela lógica descrita acima, os efeitos da abertura da conta de capital não são imediatos, uma vez que os canais que potencializam os benefícios da integração são indiretos, fundamentalmente derivados de processos de reformas estruturais. A aceleração das taxas de crescimento ocorre com alguma defasagem de tempo. Portanto, o tempo médio entre a abertura financeira e a aceleração da taxa de crescimento dos países pode estar relacionado à resistência dos países em levarem adiante seus processos de reformas.

A análise segue argumento semelhante ao proposto por Krugman (2002), que defende que, a longo prazo, a integração tende a resolver os problemas que cria inicialmente, como, por exemplo, aumento da volatilidade da entrada e saída de recursos e oscilação do consumo. Martinez *et al.* (2004) argumentam que as crises são o preço que se paga para ter rápido crescimento uma vez que a garantia dos contratos esteja estabelecida. Argumentos semelhantes são apresentados por Kaminsky e Schmukler (2003) e Bussiere e Fratzscher (2004).

Seguindo esse conjunto de evidências, poderemos ver coexistindo dois fenômenos. Nos períodos próximos à abertura financeira (tanto antes como depois), tenderíamos a observar, principalmente nos países em desenvolvimento, aumento na volatilidade de algumas variáveis econômicas importantes como Produto Interno Bruto, taxa de câmbio e resultado do Balanço de Pagamentos. Entretanto, ao longo do tempo observaríamos uma tendência de reversão deste processo. Além da redução da volatilidade destas variáveis para patamares inferiores aos observados antes da integração, também deveremos observar indicadores que mostram evolução na condução da política macroeconômica como redução das taxas de inflação, redução do déficit e endividamento público, reformas institucionais e maior integração comercial.

Portanto, ao obtermos evidências de que tanto os aspectos positivos quanto os negativos da integração financeira podem ocorrer, mas em períodos de tempo distintos, o estudo contribui para a literatura na medida em que mostra que os resultados obtidos até o momento podem, em grande medida, estar corretos mesmo que apontem para conclusões distintas, simplesmente pelo fato de capturarem momentos distintos dos impactos do processo.

Quando trazemos à baila a importância do horizonte de tempo para as conclusões do modelo, fica evidente a necessidade de abandonarmos os tradicionais modelos *cross-section* e passarmos a trabalhar com modelos que considerem as flutuações ao longo do tempo das variáveis econômicas, ou seja, surge a necessidade de estimarmos esse processo com modelos de série de tempo ou dados de painel. A próxima seção apresenta qual será o procedimento utilizado para a abordagem empírica que faremos para o caso brasileiro.

4.2 ESTUDO DO CASO BRASILEIRO

Nesta seção, mostraremos evidências de que o processo de integração do Brasil respeita a lógica descrita pelos modelos teóricos estudados. Após a abertura financeira observaremos um movimento importante no país: a redução da volatilidade da taxa de crescimento da economia. Além disso, observamos que uma série de alterações de política econômica ocorre após a abertura do mercado brasileiro aos fluxos de capitais internacionais. Inicialmente, faremos uma breve recuperação do histórico da abertura financeira do Brasil e, em seguida, apresentaremos os testes empíricos.

4.2.1 Histórico da Abertura Financeira do Brasil

De acordo com Nazmi (1998), após movimentos oscilantes de incentivos e restrições a entrada de capital no Brasil no período pós-guerra, durante o governo de João Goulart, reconhecidamente um presidente com perfil nacionalista, é criada a legislação básica que governa os fluxos de capitais no Brasil até os dias de hoje. A Lei nº 4.131 foi promulgada em 1962 e estava alinhada com os conceitos políticos do presidente, ou seja, tinha o objetivo de reduzir o papel do capital estrangeiro no País. Essencialmente, a legislação exigia que o capital estrangeiro fosse registrado para que tivesse o direito de ser remetido para o exterior, mediante pagamento de impostos, conforme Goldfajn e Minella (2005), além da imposição de limites como o teto de 10% do lucro remetido para o exterior.

Após o golpe militar de 1964, a orientação da política econômica muda e passa a estimular a entrada de capitais estrangeiros, reduzindo restrições à remessa de lucros, oferecendo garantias contra desvalorização cambial, e redução de impostos. Política que praticamente dobrou o volume de Investimento Direto Estrangeiro (IDE). Entretanto, de maneira geral, o permanente problema de Balanço de Pagamentos do País e a cultura nacionalista mantiveram em vigor uma legislação pouco amigável ao capital estrangeiro. Mesmo após o final das administrações militares, em 1986, esta lógica fica consolidada na constituição de 1988, que cria “salvaguardas” contra o capital estrangeiro. O art. 321 permite que o capital estrangeiro seja nacionalizado “por meios e formas a serem definidas” mediante

aprovação do congresso nacional. O art. 322, por sua vez, cria um novo teto à remessa de lucros e obriga as empresas multinacionais a informarem o valor exato do valor remetido.

Segundo Goldfajn e Minella (2005) a primeira mudança significativa na legislação orientada para o relaxamento das restrições aos fluxos de capitais ocorreu em 1987, quando a entrada de capitais passou a ser permitida através de empresas de investimento estrangeiras, fundos de investimento de capital estrangeiro, e portfólios de ações e títulos (os chamados Anexos I e II). Outras mudanças se seguiram, sendo que um ponto de inflexão ocorre em 1991, quando investidores institucionais estrangeiros ficam liberados para operarem no mercado de *securities* (o chamado Anexo IV).

Além desta, outras alterações importantes ocorreram no início da década de 90 como: (1) redução no imposto sobre a remessa de lucros e dividendos; (2) permissão para a utilização de títulos da dívida externa do governo federal denominados em moeda estrangeira no Programa Nacional de Privatizações; (3) autorização para investidores estrangeiros representados por fundos, companhias de investimento, e investidores institucionais a operarem nos mercados de opções e futuros para *securities*, câmbio e taxas de juros; e (4) autorização para a emissão no exterior de debêntures e Depositary Receipts representando *Securities* brasileiras, como ADR (*American Depositary Receipts*).

Goldfajn e Minella (2005) destacam que a criação das chamadas contas CC5, permitindo a conversão de recursos em moeda doméstica para valores equivalentes em moeda estrangeira através de contas de não-residentes, iniciadas no final de 1988, marcam um momento importante de mudança legal. Ainda que transações desta natureza já fossem permitidas desde a década de 60 para os recursos externos não sacados (oriundos de vendas em moeda estrangeira), a legislação não estabelecia claramente o que poderia ser feito com os recursos de outras fontes. Só em 1993 o Banco Central do Brasil edita uma regulamentação tornando essa questão clara, flexibilizando as transferências de recursos para fora do País através de instituições financeiras não-residentes, desde que registrados os valores superiores a U\$\$ 10.000 no Banco Central do Brasil. Esse mecanismo de transferência foi chamado de Transferências Internacionais em Reais (TIR)⁶.

Esse mecanismo representou uma mudança crucial na regulação da conta de capitais do Brasil. De um sistema que estabelecia limites rígidos para a conversão de moeda, restringindo a agentes estrangeiros e saídas relacionadas a entradas de capitais anteriores, o

⁶ Na prática, residentes no Brasil poderiam depositar recursos em moeda local em um banco e pedir para que esta instituição financeira não-residente convertesse o recurso em moeda estrangeira e o depositasse em uma conta fora do país.

País passou para um sistema muito mais permissivo, estendendo esta possibilidade para os residentes. Os autores, se referindo a Franco e Pinho-Neto (2004), apontam esta mudança como sendo o momento em que o País passa a ter conversibilidade de fato.

Entre 1993 e 1995, em função do aumento expressivo do fluxo de entrada de capitais estrangeiros no País, medidas restritivas foram gradualmente sendo reintroduzidas como, por exemplo, imposto sobre ingresso de recursos, principalmente os de curto prazo. Para Golfanji e Minella (2005), estas restrições só foram completamente eliminadas em 1999⁷.

Outros autores discordam destas datas. Para Kaminsky e Schmukler (2003), o processo de liberação do mercado financeiro deve ser analisado considerando três aspectos regulatórios: (1) conta de capital, (2) setor financeiro doméstico e (3) mercado acionário. Segundo os autores, o Brasil seguiu os seguintes passos: no que se refere à regulamentação da conta de capitais, o país sofreu processos de desregulamentação e aumento de regramentos ao longo do tempo. Após muitos anos de restrições ao fluxo de capitais, em 1990, o Brasil autorizou que algumas instituições financeiras fossem habilitadas a obter recursos estrangeiros através da emissão de *commercial papers*. Bancos brasileiros podiam emitir certificados de depósito de médio e longo prazo. Entretanto, recursos tomados por empresas ainda precisavam respeitar um “período mínimo de maturação” de um ano. Na sequência, outras ações ampliaram a flexibilização dos fluxos de capitais, como autorização para que investidores estrangeiros operassem em mercados de opções e futuros.

Em janeiro de 1994, o processo sofre uma reversão, com a proibição da possibilidade de contração de dívida externa automática. Além disso, a renovação ou extensão de operações de crédito anteriores ficam sujeitas a contratos com período mínimo de 36 ou 96 meses, conforme a regra aplicada para os novos contratos. Outras restrições são aplicadas durante o ano, como aumento do imposto para operações financeiras com o resto do mundo.

Somente a partir de março de 1995 é que se inicia outro ciclo de alterações legais com vistas à ampliação da liberdade dos movimentos de capitais, quando instituições financeiras e não-financeiras passam a ter direito a emissão de *commercial papers*, notas, títulos e *securities* no mercado internacional. Também neste período, foi reduzido o período mínimo de permanência do capital estrangeiro no País, de 36 para 24 meses. Deste momento em diante as restrições foram sendo gradualmente reduzida, como ampliação do prazo para

⁷ Apesar deste amplo processo de liberalização ocorrido nos anos 1990, Arida, Bacha e Lara-Resende (2004, *apud* GOLDFAJN; MINELLA, 2005), destacam que o sistema resultante não poderia ser chamado de livre de restrições ou com livre conversibilidade, uma vez que todo o arcabouço legal está amparado em normativas do Banco Central e não em Lei. Desta forma, o processo pode sofrer reversões a qualquer momento.

contratação de dívida externa (de 24 para 36 meses), permissão para bancos operarem no mercado futuro de câmbio sem restrições, redução das taxas para entrada de capital e abolição do regime especial de câmbio.

Por sua vez, a regulamentação do setor financeiro nacional já vinha, há algum tempo, sendo transformada e direcionada para a redução das restrições legais ao livre funcionamento do mercado. Em 1976, os limites impostos às taxas de juros aplicadas em depósitos e empréstimos foram removidos, mas reintroduzidos em 1979. Estas foram abolidas definitivamente em 1989.

No mercado acionário brasileiro, algumas restrições passaram a operar a partir de 1973, como a necessidade da intermediação com o resto do mundo ser feita por fundos de investimento brasileiros e do capital permanecer no País por, pelo menos três anos. As remessas de lucros e dividendos também ficam sujeitas a limitações. Apesar das restrições de tempo de permanência do capital ser gradativamente reduzidas, o mercado só pode ser considerado totalmente liberalizado com a alteração da legislação ocorrida em junho de 1991, quando a necessidade de que as operações no mercado acionário brasileiro fossem feitas por fundos domésticos foi abolida.

Consolidando esses três conjuntos de informações, os autores assumem que o Brasil teve seu mercado de capital totalmente liberalizado a partir de junho de 1991, sofrendo um revés em dezembro de 1993 e voltando a ser totalmente livre a partir de março de 1995.

Segundo Van der Laan *et al.* (2007), as principais medidas no sentido de liberalização da conta de capital foram construídas de forma independente entre si, cada qual tratando de um aspecto específico da regulamentação cambial, sendo por fim consolidada no novo Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais em março de 2005 (RMCCI).

Apesar de alguma divergência na determinação do momento exato em que o País passa a permitir fluxos mais livres de capital, essencialmente o grande período de quebra de paradigma ocorre nos primeiros anos da década de 1990. Para Goldfajn e Minella (2005), o ano de 1993 marcaria este momento. Para Kaminsky e Schmukler (2003) esta data seria 1991, mas reconhecendo que há uma reversão do processo até 1995. Por fim, Bekaert *et al.* (2005) indicam que a data seria 1991, período em que o país emite seus primeiros ADRs.

Faremos os testes considerando inicialmente o ano de 1991 como os de liberação plena dos fluxos de capitais, por permitir um número maior de observações no período considerado como livre de restrições. Além disso, por incorporar um período de instabilidade na opção entre integração do mercado financeiro ou não, esta escolha torna mais robustos os resultados que confirmem a queda da volatilidade do produto.

4.2.2 Volatilidade do Produto Interno Bruto antes e após a Abertura Financeira

Utilizamos o caso brasileiro para analisar se o processo de integração financeira ocorrido no País no início dos anos 90 pode ter colaborado para a redução da volatilidade da taxa de crescimento do PIB. Além disso, buscaremos mostrar evidências de que a integração financeira também precedeu a mudanças na condução da política macroeconômica nacional, indicando que a abertura de mercado pode ser uma fonte preciosa de indução à adoção de políticas econômicas pró-mercado.

4.2.2.1 Evolução das mudanças institucionais e políticas no Brasil

Iniciamos a análise descrevendo quais foram as principais características da economia brasileira desde o início da década de 80 até os dias atuais. A análise histórica nos permite subdividir os últimos 29 anos da economia brasileira em quatro sub-períodos, sendo que cada um deles incorpora ao menos uma grande mudança de política econômica, conforme apresentado no Quadro 1.

Períodos	Mudanças institucionais e políticas
1980.I – 1990.IV	Economia fechada Regime cambial <i>crawling peg</i> passivo Déficit Fiscal Instabilidade de preços
1991.I – 1994.II	Abertura econômica (comercial e financeira) Regime cambial <i>crawling peg</i> passivo Déficit Fiscal Instabilidade de preços
1994.III – 1999.IV	Economia aberta Regime cambial de bandas cambiais e <i>crawling peg</i> ativo Estabilidade de preços (Plano Real) Programa de Ajuste Fiscal (renegociação das dívidas dos Estados) Privatizações
2000.I – 2009.II	Economia aberta Regime de câmbio flutuante Estabilidade de preços Lei de Responsabilidade Fiscal

Quadro 1 - Classificação das Mudanças Institucionais e Políticas no Brasil

O primeiro período, portanto, vai de 1980 até o final do ano de 1990, e é caracterizado por uma economia fechada, tanto do ponto de vista comercial como financeiro, com regime cambial *crawling peg* passivo, profundos desequilíbrios fiscais e elevado nível instabilidade de preços.

O segundo período, entre 1991 e meados de 1994, mantém as mesmas características do período anterior, exceto pelo nível de integração com o resto do mundo, iniciando um processo de abertura comercial e consolidando o processo de integração financeira, de acordo com as análises de Kaminsky e Schmucler (2003) e Bekaert et al. (2005). Entretanto, são mantidas as políticas fiscal e monetária.

O terceiro período, entre o terceiro trimestre de 1994 e o final de 1999, adiciona outras mudanças significativas no que tange a medidas de política econômica. A primeira grande alteração é o início do Plano Real e, a partir daí, da estabilidade de preços. Em seguida adota-se um regime de câmbio fixo, mas com algum grau de flutuação dentro de “bandas” definidas pelo governo. Além disso, inicia-se um amplo processo de ajuste fiscal através da renegociação das dívidas dos estados. Este processo foi importante para reduzir o grau de insegurança quanto à capacidade do Estado de pagar suas dívidas, na medida em que estanca uma das principais fontes de endividamento público. Por fim, os governos aceleram o processo de privatização no País, tanto pela necessidade de obter recursos adicionais para financiar o déficit fiscal ainda persistente como por uma mudança de visão do papel dos setores até então monopolizados pelo Estado para o desenvolvimento da economia brasileira.

O último período selecionado vai desde o início do ano de 2000 até os dias atuais e é caracterizado pela manutenção da economia aberta aos fluxos de capitais e de comércio, e da estabilidade de preços. No entanto, duas alterações importantes ocorrem. A primeira é a adoção do regime de câmbio flutuante (mais especificamente de flutuação suja) e da entrada em vigor da Lei de Responsabilidade Fiscal, ou seja, os governos passam a adotar medidas mais rigorosas de controle dos desequilíbrios entre receitas e despesas.

Cabe observar que os processos de abertura comercial e financeira são os primeiros a ocorrer no período analisado, ou seja, precedendo todas as demais alterações de políticas registradas. O comportamento da economia brasileira, de certa forma, reforça a conclusão obtida por Henry (2000a).

4.2.2.2 Análise de mudanças na variabilidade do crescimento econômico

O Gráfico 6, abaixo, apresenta o comportamento da taxa de crescimento do PIB brasileiro acumulada em períodos de dez anos entre 1980 e o segundo trimestre de 2009.

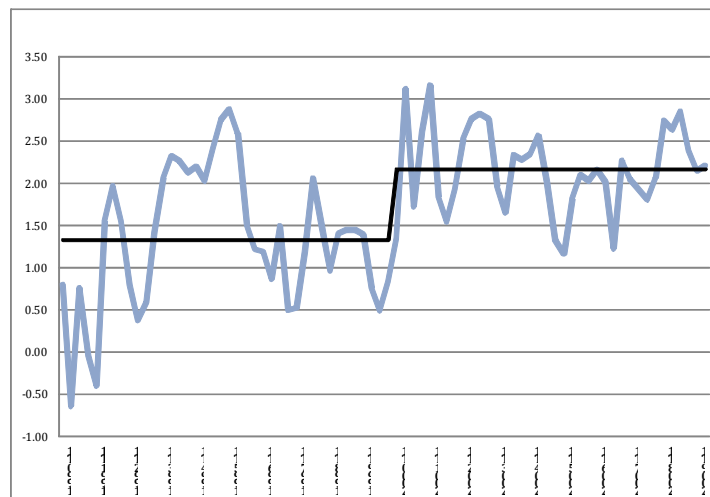


Gráfico 6 - Taxa de Crescimento do PIB Acumulada por Períodos de Dez Anos

Fonte: Ipeadata.

O gráfico mostra um aumento da taxa de crescimento média ao longo do período analisado. Podemos ver que a taxa média de crescimento nos últimos dez anos da amostra fica em aproximadamente 2,3% ao ano, enquanto nos dez anos anteriores alcança 1,3%. Ou seja, a taxa média de crescimento praticamente dobra no período analisado.

A análise de variabilidade foi realizada a partir do cálculo do desvio-padrão de duas variáveis que expressam o comportamento de curto prazo do PIB: a taxa de crescimento trimestral do PIB e o componente de ciclo econômico do PIB decomposto pelo filtro Hodrick-Prescott (HP). O desvio-padrão foi calculado para sub-períodos específicos, associados à classificação definida no Quadro 1.

O filtro HP⁸ consiste num método de suavização usualmente utilizado para decompor os componentes de tendência (longo prazo) e ciclo (curto prazo) de séries econômicas. Considerando s_t o componente suavizado (tendência) da série y_t , o filtro HP minimiza a

⁸ Ver Hodrick e Prescott (1997).

variância entre y_t e s_t . Formalmente, o filtro HP escolhe s_t que minimiza a seguinte expressão dada pela equação abaixo:

$$\sum_{t=1}^T (y_t - s_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} ((s_{t+1} - s_t) - (s_t - s_{t-1}))^2 \quad (1)$$

O parâmetro λ define o grau de suavidade da série. Os componentes tendência e ciclo calculados a partir do filtro HP para a série trimestral do PIB brasileiro são apresentados no Gráfico 7.

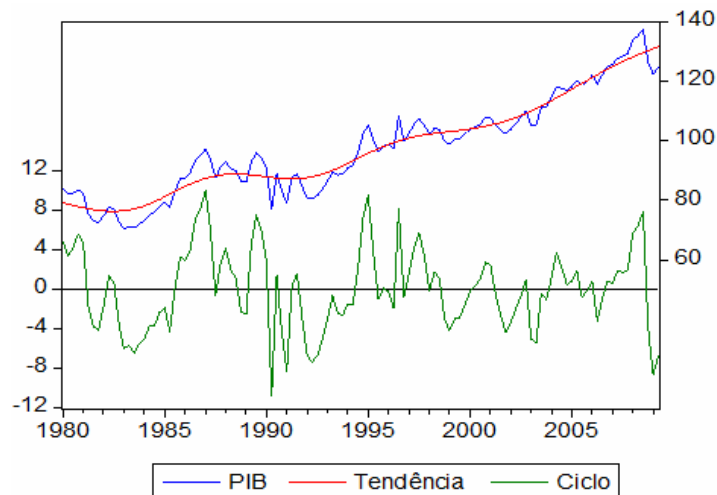


Gráfico 7 - Decomposição⁹ dos Componentes Tendência e Ciclo a Partir do Filtro Hodrick-Prescott

Em seguida, procedemos à análise de variância dos quatro sub-períodos considerados:

- 1) 1980.I – 2009.II
- 2) 1991.I – 2009.II
- 3) 1994.III – 2009.II
- 4) 2000.I – 2009.II

⁹ Decomposição calculada com $\lambda = 1600$.

O período 1980.I – 2009.II compreende todo o período amostral, de modo que a variabilidade econômica neste intervalo necessariamente refletirá a variabilidade de diferentes regimes institucionais e de políticas econômicas. Para os demais sub-períodos, o ponto inicial muda conforme o ponto inicial do Quadro 1, mantendo-se o ponto final em 2009.II. De acordo com os pressupostos teóricos, espera-se que a variabilidade econômica seja decrescente nesses sub-períodos se as mudanças institucionais e de políticas econômicas promovidas no intercurso dos mesmos melhoraram a eficiência do sistema econômico.

Os resultados apontados nos Gráficos 8 e 9 indicam que houve uma redução contínua da variabilidade econômica no Brasil ao longo desse período.

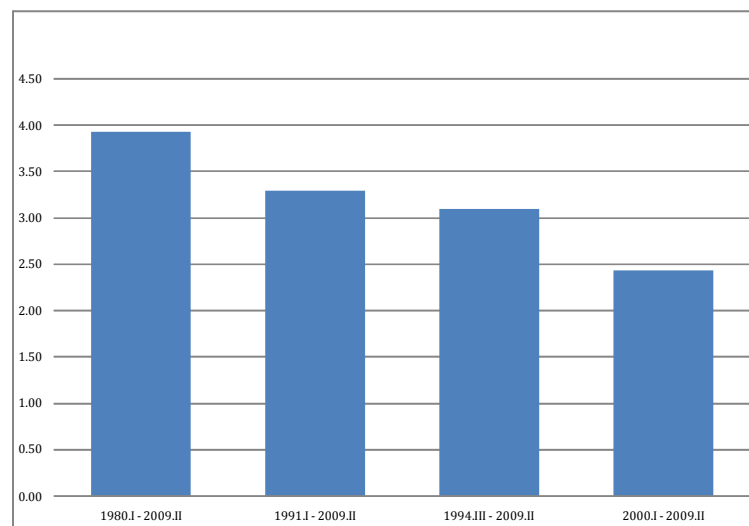


Gráfico 8 - Desvio Padrão da Taxa de Crescimento do PIB por Períodos Seleccionados

O desvio padrão do crescimento do PIB no período 2000.I-2009.II foi 38% menor que aquele observado ao longo do período como um todo. Quando comparamos a volatilidade entre o período completo e o que compreende intervalo entre 1991 e 2009, já temos uma queda de 16%. Isso representa quase a metade do total da redução ocorrida em todo o período considerado. A queda ocorrida a partir de 1994.II foi somente de 5%, representando pouco mais do que 12% do total da redução, ou seja, sinalizando que as novas políticas adotadas contribuíram marginalmente menos para a redução da volatilidade do que as introduzidas no período anterior. Já o período iniciado em 2000.I também registra outra forte queda da volatilidade (17%) representando aproximadamente 44% do total da redução registrada.

Assim, aparentemente as políticas adotadas no início da década de 90 e a partir do ano 2000 foram as que mais contribuíram para a redução da volatilidade do PIB.

No caso do desvio-padrão do ciclo HP, a redução foi de 17,7%, como mostrado no Gráfico 9, abaixo. Aqui também observamos que praticamente a metade da redução do desvio-padrão registrada ocorre já a partir de 1991, ou seja, o período que incorpora a abertura financeira. O dois sub-períodos posteriores contribuem com 24% e 27% do total da redução ocorrida, respectivamente.

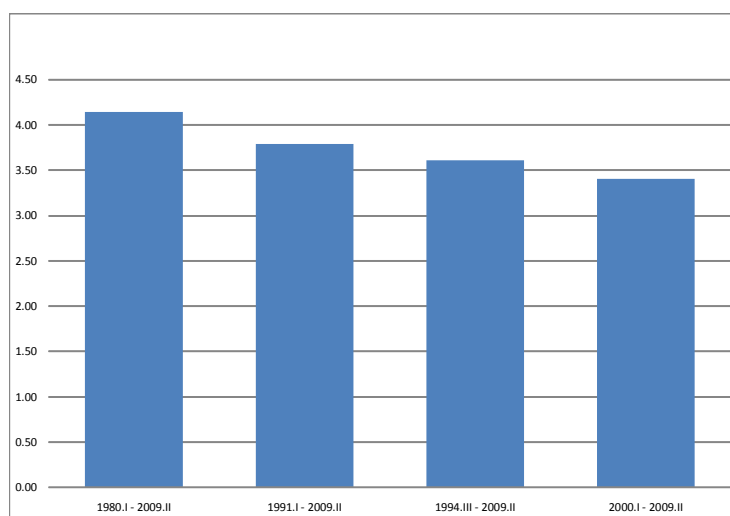


Gráfico 9 - Desvio Padrão do Ciclo HP do PIB por Período Seleccionado

A análise preliminar dos dados indica, portanto, que houve uma mudança no comportamento da volatilidade do PIB. O passo seguinte é testar se esta mudança observada é estatisticamente significativa.

Utilizamos um modelo GARCH (2,3)¹⁰ para estimar a variância da série trimestral do PIB brasileiro e buscamos investigar se o padrão de variância sofreu mudanças significativas ao longo do período 1980.I-2009.II, especialmente com respeito aos sub-períodos definidos no Quadro 1.

Modelos GARCH são usualmente empregados para análise de séries financeiras, mas também podem ser aplicados para séries não financeiras. No caso do presente exercício, o

¹⁰ Essa ordem de defasagem dos componentes GARCH foi definida a partir dos critérios de informação de Akaike e Schwartz. Tendo em vista que os dados são trimestrais, optou-se por uma ordem máxima para p e q de 4 defasagens, possibilitando capturar uma memória referente a um ano para trás. Os resultados dos critérios de informação de Akaike e Schwartz podem ser encontrados no Anexo II.

objetivo é avaliar alterações significativas na variabilidade do PIB brasileiro que estariam associadas ao processo de abertura financeira e econômica e outras mudanças institucionais e de políticas econômicas que ocorreram no País posteriormente ao processo de abertura financeira, portanto, este modelo se mostra o mais apropriado.

Para uma série y_τ qualquer, a estrutura básica do modelo GARCH é a seguinte:

$$y_\tau = \delta + \varepsilon_\tau \quad (2)$$

$$\sigma_\tau^2 = \omega + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{\tau-i}^2 + \sum_{j=1}^q \beta_j \sigma_{\tau-j}^2 \quad (3)$$

A primeira expressão representa a equação da média da variável, enquanto a segunda representa a equação da variância. Para efeito da análise, serão estimados os seguintes modelos:

Modelo 1: estimação do modelo básico com a ordem (p, q) mais apropriada conforme os critérios de informação de Akaike e de Schwartz. A ordem máxima para p e q será 4;

Modelo 2: estimação do Modelo 1 acrescentando a variável Bekaert na equação da variância, a qual é uma variável *dummy* para capturar efeitos da abertura financeira (possui valor 1 para o período 1991.I-2009.II);

Modelo 3: estimação da estrutura do Modelo 1 acrescentando três variáveis *dummies* respectivas aos períodos classificados na Tabela 1. Essas variáveis possuem a seguinte especificação:

- D91_94 = 1 no período 1991.I-1994.II e 0 no caso contrário
- D94_99 = 1 no período 1994.II-1999.IV e 0 no caso contrário
- D00_09 = 1 no período 2000.I-2009.II e 0 no caso contrário

Modelo 4: estimação da estrutura do Modelo 3 acrescentando a taxa de crescimento do PIB da OCDE (*proxy* do crescimento mundial) como variável explicativa na equação da média.

A estimação do Modelo 4 permite controlar efeitos de mudança na variância do PIB brasileiro associados a mudanças na variância do PIB mundial. Se existir um padrão de redução da variância do PIB nacional correlacionado com a redução da variância do PIB mundial, esse efeito pode ser controlado nessa especificação.

As *dummies* adicionadas no modelo 3 buscam capturar se o conjunto de mudanças nos instrumentos de política econômica ocorridos em cada um dos sub-períodos pode explicar, ao menos, parte do comportamento da volatilidade do PIB.

Os resultados dos parâmetros estimados para esses modelos são apresentados na Tabela 4, a seguir. Os resultados do Modelo 2 mostram que a variável Bekaert (*dummy* com valor 1 a partir de 91) não é estatisticamente significativa, embora tenha sinal negativo conforme esperado pela teoria e pela análise exploratória da seção anterior. Esse resultado indica que a variável, que captura o período completo em que o país é considerado integrado financeiramente, não explica isoladamente a alteração do padrão de volatilidade do PIB¹¹.

Tabela 4
Resultados das Regressões GARCH

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Equação da média				
Constante	0,5495**	0,7141**	0,7729***	-0,4573
PIBOCDE				2,1184***
Equação da variância				
Constante	6,2518**	6,0817*	23,4420**	14,8174***
$\varepsilon_{\tau-1}^2$	0,2314***	0,2105***	0,2052*	0,4704**
$\varepsilon_{\tau-2}^2$	0,2337***	0,0105	0,1779*	0,3498
$\sigma_{\tau-1}^2$	-0,8497***	0,0777	-0,8813***	-0,6660**
$\sigma_{\tau-2}^2$	0,2229*	-0,2334***	0,1421	0,1607
$\sigma_{\tau-2}^2$	0,6746***	0,6377***	0,2361	0,0595
Bekaert		-3,1683		
D91_94			-18,9786**	-14,1734***
D94_99			-2,7038	-1,1251
D00_09			-15,7710*	-11,3083***
AIC	5,3903	5,4550	5,4388	5,3138
SIC	5,5583	5,6470	5,6788	5,5808

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

¹¹ Algumas especificações alternativas acabam confirmando a significância desta variável, mas os resultados não demonstram estabilidade.

No entanto, as variáveis *dummies* D91_94 e D00_94 se mostraram estatisticamente significativas, tanto no Modelo 3 como no Modelo 4. Isso indica que houve uma redução significativa e não linear na variância do crescimento do PIB nacional posterior à abertura financeira e comercial e posterior ao processo de estabilização e flexibilização cambial. Ressalta-se que esse resultado é robusto mesmo quando se considera a taxa de crescimento dos países da OCDE na equação da média do PIB nacional. Neste caso, o que ocorre é apenas uma pequena redução nos valores dos parâmetros dessas variáveis *dummies*.

Estes dois resultados combinados indicam que, em conjunto, as mudanças ocorridas entre 1991.I e 1994.II, estão negativamente correlacionadas com a volatilidade do PIB, entretanto, a abertura financeira, não parece ser o fator mais relevante para explicar esse comportamento. Isso reforça a idéia de que a abertura comercial ocorrida no mesmo período pode ter sido mais relevante para a redução da volatilidade do PIB. O certo, no entanto, é que há indícios de que a integração econômica (financeira e comercial) ocorrida no período foi capaz de reduzir a oscilação da taxa de crescimento do produto.

Da mesma forma, o resultado obtido para a *dummy* do período 2000.I – 2009.II indica que o conjunto de alterações ocorridos nos instrumentos de política econômica na última década também parecem ter contribuído para uma redução significativa na volatilidade do PIB.

4.3 CONCLUSÕES

O artigo proposto iniciou apresentando as divergências teóricas acerca da capacidade da integração financeira gerar impactos positivos nas economias emergentes, principalmente no que se refere à aceleração da taxa de crescimento do PIB (efeitos diretos). Enquanto alguns autores, como Rodrik (1998), defendem que este processo não gera resultados positivos no que concerne ao crescimento e que, além disso, provoca crises financeiras, outros autores, como Krugman (2002) e Kose *et al.* (2006) defendem a idéia de que esse processo provoca benefícios por múltiplos canais.

Estes autores defendem que a integração financeira pode ser uma fonte de instabilidade econômica a curto prazo, mas que após algum tempo de adaptação seus efeitos são altamente benéficos e seriam evidentes tanto através do aumento das taxas de crescimento quanto da redução da volatilidade das taxas de crescimento, por exemplo.

A confirmação desta visão fecha uma lacuna importante da literatura acerca dos impactos da integração financeira. Ela reconcilia duas linhas de argumentação aparentemente contraditórias. A primeira que aponta para aceleração das taxas de crescimento de longo prazo de países integrados nos seus mercados de capitais, e a segunda que aponta para a ocorrência de crises financeiras nos países em desenvolvimento que se engajaram neste movimento. O que a tese defende é que ambas podem estar corretas, mas cada uma contando uma parte apenas da história. O que tenderia a ocorrer nos países em desenvolvimento é uma grande oscilação das taxas de crescimento nos períodos subseqüentes à abertura de capital (período de crise), mas um aumento das taxas de crescimento e redução desta volatilidade após algum tempo de adaptação (efeitos positivos de longo prazo).

O que buscamos fazer no presente estudo foi testar se o caso brasileiro pode ser relacionado como um exemplo deste processo de crise e adaptação ao mercado de capitais integrado a longo prazo. Ou seja, será que o processo de integração financeira do Brasil, iniciado em 1991, pode servir como referência na defesa da tese de que a abertura financeira tende a trazer benefícios de longo prazo às economias em desenvolvimento que se engajam neste processo?

Para tanto, iniciamos analisando o comportamento da volatilidade do PIB trimestral entre 1980.I e 2009.II, reconhecendo que ao longo deste período ocorreram alterações significativas na condução da política econômica brasileira. Em função disto, subdividimos este intervalo de tempo em quatro sub-períodos, cada um incorporando ao menos uma mudança institucional ou de política econômica relevante. Os resultados indicaram uma redução sistemática da volatilidade do PIB brasileiro após 1991, período a partir do qual o País é considerado financeiramente integrado com o resto do mundo.

Além disso, o resgate histórico registra que uma série de mudanças de política econômica ocorreu após este período. Entre elas destacam-se o controle da inflação (a partir de 1994), mudança do regime cambial (a partir de 1999) e maior responsabilidade fiscal (a partir de 2000). Todas estas alterações ocorrem em um intervalo de 10 anos, após décadas de desequilíbrios. Essa observação reforça a tese, comprovada estatisticamente em estudos como os de Henry (2000a) e Kaminsky e Schmukler (2003), de que a integração financeira tende a estimular reformas pró-mercado.

Por fim, o estudo testou, através de um modelo GARCH, se as mudanças observadas na volatilidade de cada sub-período eram estatisticamente significantes. Os resultados indicaram que as mudanças de padrão de variação do produto observadas entre os períodos de 1991.I e 1994.II e de 2000.I e 2009.II são significativas. Para reforçar o resultado, estimou-se

outra equação incluindo a variação do PIB da OCDE como *proxy* da variação do PIB mundial, para testarmos se a mudança da volatilidade do PIB brasileiro estava sendo influenciada primordialmente por fatores externos. O resultado mostra que os fatores externos são importantes para explicar o comportamento da volatilidade do PIB brasileiro, mas os fatores internos, capturados pelas *dummies* dos referidos intervalos se mantêm significativas.

Algumas possíveis extensões destes testes merecem atenção. A primeira é a substituição da variável *dummy* utilizada para capturar o período de integração financeira do país, por uma medida alternativa, para verificar se encontramos mudanças na significância desta variável. Uma possível alternativa é a utilização do fluxo real de capitais para tentar capturar o efeito da abertura financeira.

Desenvolver um modelo capaz de capturar os efeitos isolados de cada alteração de política econômica agregaria informações aos resultados obtidos neste estudo. Por fim, testar se existe uma relação causal entre a abertura financeira e as mudanças de política ocorridas nos períodos posteriores também fecharia uma lacuna deste estudo.

5 CONCLUSÃO GERAL

Iniciamos este trabalho propondo a elaboração de três estudos abordando aspectos relacionados aos impactos econômicos da abertura financeira dos países. Para tanto, o trabalho foi organizado da seguinte maneira: o primeiro estudo fez uma revisão da literatura acerca do tema, reconstruindo o debate presente na literatura até os estudos mais recentes, que apontam para onde este corpo teórico está caminhando. O segundo estudo buscou evidências empíricas, através de um painel de 39 países, desenvolvidos e em desenvolvimento, da capacidade da abertura de capital estimular os países a promover reformas institucionais, ou seja, buscou-se confirmar a tese de que a integração financeira pode gerar impactos indiretos sobre as economias que vão além dos ganhos de eficiência alocativa preconizados no modelo neoclássico. Por fim, o terceiro estudo testa a tese de que o processo de integração financeira da economia brasileira confirma os resultados apontados pela literatura dos efeitos indiretos da abertura. Ou seja, buscamos observar se a economia brasileira apresenta redução na volatilidade da taxa de crescimento do PIB e se ocorrem mudanças na condução da política econômica nos períodos posteriores ao da abertura financeira.

Os resultados do primeiro estudo indicam uma mudança de rota nas pesquisas acerca do tema. O debate inicial, polarizado entre os que acreditavam que a integração financeira era inequivocamente benéfica para os países e aqueles que se contrapunham a esta posição, foi sendo progressivamente abandonado.

Duas frentes importantes se abriram. A primeira incorpora no debate os impactos indiretos da integração financeira. Como já colocado ao longo do texto, essa abordagem ressalta que os efeitos da abertura perpassam os relacionados à eficiência alocativa. Além destes, a abertura pode estimular reformas que, a longo prazo, acabam acelerando as taxas de crescimento e reduzindo a sua volatilidade. Esta abordagem acaba reconciliando as duas visões antagônicas, pois incorpora um elemento até então pouco considerado nos estudos sobre o tema. Este elemento é o horizonte de tempo necessário para os efeitos da abertura de capital se manifestar sobre a economia. Podemos ver coexistindo efeitos negativos a curto prazo, como aumento da volatilidade do PIB em função dos movimentos bruscos de entrada e saída de capitais, e efeitos positivos a longo prazo, após o tempo necessário para a adaptação da economia ao novo cenário, possivelmente após reformas institucionais pró-mercado.

Por fim, os estudos mais recentes também destacam a importância de se considerar a heterogeneidade das economias e sua influência sobre os resultados do processo de abertura. Reconhecer que características específicas de cada país podem influenciar a capacidade do fluxo de capitais afetar positivamente ou não o crescimento do produto. Alguns exemplos são o nível de desenvolvimento do setor financeiro, a qualidade das instituições locais e o nível de desenvolvimento da economia.

Estes dois novos canais de análise dos impactos da integração financeira abrem novas frentes de estudo ainda inexploradas. Entre elas, podemos destacar a identificação de quais instituições são influenciadas de forma mais significativa após a abertura financeira, as de ordem política ou econômica tendem a ser reformadas mais rapidamente e de forma mais intensa? Quais são as características que precisam estar presentes nos países para que a integração financeira potencialize seus impactos positivos?

O segundo estudo proposto buscou responder uma destas questões, mais precisamente, um questionamento mais geral do que o identificado acima. O estudo teve como objetivo testar se a abertura financeira, por abrir um canal de punição aos países que desviam suas políticas macroeconômicas de padrões sólidos, estimulou reformas institucionais nos países da amostra selecionada de 39 países desenvolvidos e em desenvolvimento. Além disso, testou quais os diferentes subgrupos da amostra apresentaram essa relação de forma significativa e qual a defasagem de tempo necessária, após o período da abertura, para que alterações significativas nas instituições ocorressem.

Os resultados apontam para uma relação positiva e significativa entre abertura financeira e reformas institucionais, para a amostra completa. Essa relação aumenta o seu grau de significância quando consideramos defasagem de dois anos entre o período da abertura e a alteração do indicador institucional. Ou seja, o resultado indica que a adaptação das instituições locais leva aproximadamente dois anos para alcançar seu ponto máximo. Esses efeitos podem se prolongar por até dois anos, mas não se prolonga por períodos de tempo muito longos.

Os resultados dos subgrupos, entretanto, são menos robustos, tanto no que se refere à significância da relação entre a abertura financeira e a evolução do indicador institucional, quanto na defasagem de tempo entre a abertura e o momento em que as reformas ocorrem. A análise dos subgrupos, por outro lado, indica uma forte relação cruzada entre os diferentes grupos, dando suporte a visão de que os estímulos às reformas podem ser influenciados pela observação de que isto está ocorrendo em outros países.

Algumas questões, no entanto, ficam em aberto. O que pode justificar os ritmos diferentes das reformas institucionais nos diferentes grupos analisados? A localização geográfica dos países pode explicar os diferentes impactos cruzados da abertura financeira? Estas são algumas das questões que merecem atenção em estudos futuros.

Por fim, o terceiro estudo procurou testar se o processo de integração financeira do Brasil confirma a teoria dos impactos indiretos. Buscamos testar se a volatilidade do PIB nacional reduziu após a abertura de capital e se observamos mudanças significativas na condução da política econômica.

Os resultados indicam que houve queda da volatilidade do PIB brasileiro após 1991, período em que a economia é considerada aberta ao fluxo internacional de capitais. Observou-se também que várias mudanças de ordem política ocorreram no intervalo de tempo analisado. Em 1991, ocorre a abertura financeira e comercial da economia, em 1994 o país consegue iniciar o controle inflacionário e desenvolver um ajuste fiscal, em 2000, duas mudanças são significativas. A primeira é mudança do regime cambial, de fixo para flutuante (mais precisamente em 1999) e a segunda foi a aprovação da lei de responsabilidade fiscal, consolidando um mecanismo de controle dos déficits fiscais recorrentes.

Os testes indicam que as mudanças políticas ocorridas em 1991 e 2000 são significantes para explicar a queda da volatilidade do PIB, mesmo quando controlamos os efeitos relacionados à economia mundial. Entretanto, não encontramos significância da variável que captura a abertura financeira. O indicador se mostra instável a variações na especificação do modelo. Assim, podemos afirmar que o processo de abertura da economia (comercial e financeiro), em conjunto, guarda uma relação negativa e significativa com o comportamento da volatilidade do PIB, como preconizado na teoria, mas não podemos afirmar inequivocamente que esta significância está relacionada à abertura financeira. Extensões deste estudo deveriam testar se outra medida de integração financeira é capaz de capturar de forma mais adequada a influência desta para a redução do PIB brasileiro.

O conjunto dos três ensaios apresentados abordou o tema dos impactos econômicos da abertura financeira sob diferentes ângulos. Primeiro fazendo uma atualização da literatura para identificar quais são as questões que ainda estão em aberto e que merecem atenção nos estudos da área. A partir deste diagnóstico, escolhemos dois temas para serem testados empiricamente. Ambos relacionados aos impactos indiretos da abertura de capital. Os resultados, de forma geral, confirmam a lógica defendida por esta abordagem teórica, encontrando evidências de que a abertura financeira tende a estimular reformas institucionais

e reduzem a volatilidade do PIB dos países no longo prazo. No entanto, estas análises merecem ser aprofundadas para permitir conclusões definitivas sobre os temas.

REFERÊNCIAS

- ALESINA, A.; ARDAGNA, S.; TREBBI, F. Who adjusts and when? On the political economy of reforms. *NBER Working Paper n^o 12049*, 2006
- ALESINA, A.; DRAZEN, A. Why are stabilizations delayed? *NBER Working Paper n^o 3053*, 1989.
- ALESINA, A.; GRILLI, V.; MILESI-FERRETTI, G. The political economy of capital controls. In: LEIDERMAN, L.; RAZIN, A. (Ed.). *Capital mobility: the impacts on consumption, Investment and growth*. Cambridge, New York and Melbourne: Cambridge University Press, 1994.
- ALFARO, L. *et al.* How does foreign direct investment promote economic growth? Exploring the effects of financial markets on linkages. *NBER Working Paper n^o 12522*, 2007.
- ALFARO, L.; KALEMLI-OZCAN, S.; VOLOSOVYCH, V. Capital flows in a globalized world: The role of policies and institutions. *NBER Working Paper n^o 11696*, 2005.
- ALLEN, M. *et al.* A balance-sheet approach to financial crises. *IMF Working Paper n^o 02/210*, dez. 2002.
- BAILLIU, J. Private capital flows, financial development, and economic growth in developing countries. *Bank of Canada Working Paper n^o 2000-15*, 2000.
- BARTH, J.; CAPRIO, G.; LEVINE, R. Rethinking bank regulation and supervision: til angels govern. New York: Cambridge University Press, 2006.
- BARTOLINI, L.; DRAZEN, A. When liberal policies reflect external shocks, what do we learn? *NBER Working Paper n^o 5727*, 1996a.
- BARTOLINI, L.; DRAZEN, A. Capital account liberalization as a signal. *NBER Working Paper n^o 5725*, 1996b.
- BEKAERT, G. Market integration and investment barriers in emerging equity markets. *World Bank Economic Review*, v. 9, p. 75-107, jan. 1995.
- BEKAERT, G.; HARVEY, C. Time-varying world market integration. *Journal of Finance*, v. 50, p. 403-44, jun. 1995.
- BEKAERT, G.; HARVEY, C. Foreign speculators and emerging equity markets. *Journal of Finance*, v. 55, p. 565-613, abr. 2000.
- BEKAERT, G.; HARVEY, C. Chronology of important financial, economic and political events in emerging markets. 2002. Disponível em: <<http://www.duke.edu/~charvey/chronology.htm>>. Acesso em: 18 dez. 2009.

- BEKAERT, G.; HARVEY, C.; LUNDBLAD, C. Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial Economics*, n. 77, p. 3-35, 2005.
- BEKAERT, G.; HARVEY, C.; LUNDBLAD, C. Growth volatility and financial liberalization. *Journal of International Money and Finance*, v. 25, p. 370-403, 2006.
- BORDO, M. Growing up to financial stability. *NBER Working Paper n° 12993*, 2007.
- BORDO, M.; MEISSNER, C. Foreign capital and economic growth in the first era of globalization. *NBER Working Paper n° 13577*, 2007.
- BOYD, J.; LEVINE, R.; SMITH, B. The impacts of inflation on financial sector performance. *Journal of Monetary Economics*, v. 47, n. 2, p. 221-48, 2001.
- BRESSER-PEREIRA, L. Economia política da desgovernança global. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 463-486, 2007.
- BRESSER-PEREIRA, L.; GALA, P. Por que a poupança externa não promove crescimento. *Revista de Economia Política*, v. 27, n. 1, p. 3-19, 2007.
- BRUNO, M.; EASTERLY, W. Inflation crises and long run growth. *Journal of Monetary Economics*, v. 1, n. 41, p. 3-26, 1998.
- BUERA, F.; SHIN, Y. Productivity growth and capital flows: the dynamics of reforms. *NBER Working Paper n° 15268*, 2009.
- BURNSIDE, C.; TABOVA, A. Risk, volatility, and the global cross-section of growth rates. *NBER Working Paper n° 15225*, 2009.
- BUSSIÈRE, M.; FRATZSCHER, M. Financial openness and growth: short-run gain, long-run pain? *ECB Working Paper n° 348*, 2004.
- CALDERON, C.; LOAYZA, N.; SCHMIDT-HEBBEL, K. Openness, vulnerability, and growth. *Working Paper*, Central Bank of Chile, 2004.
- CALDERON, C.; FUENTES, R. Complementarities between institutions and openness in economic development: evidence for a panel of countries. *Cuadernos de Economía*, v. 43, p. 49-80, maio 2006.
- CARVALHO, B.; GARCIA, M. Ineffective controls on capital inflows under sophisticated financial markets: Brazil in the nineties. *NBER Working Paper n° 12283*, 2006.
- CALVO, G.; IZQUIERDO, A.; MEJÍA, L. Systemic sudden stops: the relevance of balance-sheet effects and financial integration. *NBER Working Paper n° 14026*, 2008.
- CALVO, G.; IZQUIERDO, A.; TALVI, E. Sudden stops, the real exchange rates, and fiscal sustainability: Argentina's lessons. *NBER Working Paper n° 9828*, 2003.
- CALVO, G.; MISHKIN, F. The miracle of exchange rate regimes for emerging market countries. *Journal of Economic Perspectives*, v. 17, n. 4, p. 99-118, 2003.

- CALVO, G.; REINHART, C. Fixing for your life. *NBER Working Paper n° 8006*, 2000.
- CALVO, G.; VÉGH, C. Inflation stabilization and balance of payments crises in developing countries. In: TAYLOR, J.; WOODFORD, M. (Ed.). *Handbook of Macroeconomics*. North-Holland, 1998.
- CAPRIO JR., G.; HONORAN, P. Restoring banking stability: beyond supervised capital requirements. *Journal of economic perspectives*, v. 13, n. 9, p. 43-64, 1999.
- CARDOSO, E.; GOLDFAJN, I. Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls. *IMF Staff Papers*, v. 45, n. 1, p. 161-202, 1998.
- CASELLA, A.; EICHENGREEN, B. Can foreign aid accelerate stabilization? *NBER Working Paper n° 4694*, 1994.
- CHANDRA, A. The influence of capital controls on long-run growth: where and how much? 2001. Mimeo.
- CIPRIANI, M.; KAMINSKY, G. Volatility in international financial market issuance: The role of the financial center. *NBER Working Paper n° 12587*, 2006.
- CRYSTAL, J.; DAGES, G.; GOLDBERG, L. Does foreign ownership contribute to sounder banks in emerging markets. The Latin American experience. In: LITAN, R.; MASSON, P.; POMERLEANO, M. (Ed.). *Open doors: foreign participation in financial systems in developing countries*. Washington, D.C.: Brooking Institution Press, 2001. p. 217-66.
- DAMASCENO, A. Liberalização da conta de capitais e crescimento econômico: evidências de dados em painel para a América Latina. *Revista de Economia Política*, v. 28, n. 4, p. 595-611, 2008.
- DEMIRGUC-KUNT, A.; DETRAGIACHE, E. Financial liberalization and financial fragility. *IMF Working Paper n° 98/83*, 1998.
- DESAI, M.; FOLEY, F.; HINES, J. Capital controls, liberalizations and foreign direct investment. *NBER Working Paper n° 10337*, 2005.
- DOOLEY, M.; HUTCHISON, M. Transmission of the U.S. Subprime crisis to emerging markets: Evidence on the decoupling-recoupling hypothesis. *NBER Working Paper n° 15120*, 2009.
- DRAZEN, A.; GRILLI, V. The benefits of crises for economic reforms. *NBER Working Paper n° 3527*, 1990.
- EASTERLY, W. When is stabilization expansionary? *Economic Policy*, n. 22, p. 67-107, 1996.
- EDISON, H. *et al.* International financial integration and economic growth. *Journal of International Money and Finance*, n. 21, p. 749-76, nov. 2002.

- EDISON, H.; WARNOCK, F. A simple measure of the intensity of capital controls. *Journal of Empirical Finance*, v. 10, p. 81-103, 2003.
- EDISON, H. *et al.* Capital account liberalization, and economic performance: synthesis and survey. *IMF Staff Papers*, v. 51, n. 2, p. 220-56, 2004.
- EDWARDS, S. Capital Mobility and economic performance: are emerging economies different? *NBER Working Paper n° 8076*, 2001.
- EDWARDS, S. Financial openness, sudden stops and current account reversals. *NBER Working Paper n° 10277*, 2004.
- EDWARDS, S. Capital controls, capital flows, and macroeconomic vulnerability. *NBER Working Paper n° 12852*, 2007a.
- EDWARDS, S. Crises and growth: a Latin American perspective. *NBER Working Paper n° 13019*, 2007b.
- EDWARDS, S. Globalization, growth and crises: The view from Latin America. *NBER Working Paper n° 14034*, 2008a.
- EDWARDS, S. Sequencing of reforms, financial globalization, and macroeconomic vulnerability. *NBER Working Paper n° 14384*, 2008b.
- EICHENGREEN, B. Capital account liberalization: what do cross-country studies tell us? *The World Bank Economic Review*, v. 16, n. 3, p. 341-65, 2001.
- FEENSTRA, R.; TAYLOR, A. International macroeconomics. New York: Worth Publishers, 2008.
- FISHER, S. Capital account liberalization and the role of the IMF. *Princeton Essays in International Finance*, n. 207, p. 1-10, 1998.
- FISHER, S.; SAHAY, R.; VÉGH, C. Modern hyper and high inflations. *Journal of Economic Literature*, v. 3, n. 40, p. 937-80, 2002.
- FOSTEL, A.; KAMINSKY, G. Latin America's access to international capital markets: good behavior or global liquidity? *NBER Working Paper n° 13194*, 2007.
- FRANKEL, J. Contractionary currency crashes in developing countries. *NBER Working Paper n° 11508*, 2005.
- FRANKEL, J.; CAVALLO, A. Does openness to trade make countries more vulnerable to sudden stops or less? Using gravity to establish causality. *NBER Working Paper n° 10957*, 2004.
- FRANKEL, J.; ROMER, D. Does trade cause growth? *American Economic Review*, v. 3, n. 89, p. 379-99, 1999.

- GARCIA, M.; BARCINSKI, A. Capital flows to Brazil in the nineties: Macroeconomic aspects and the effectiveness of capital controls. *Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 38, n. 3, p. 319-57, 1998.
- GARCIA, M.; VALPASSOS, M. Capital flows, capital controls and currency crisis: The case of Brazil in the nineties. *Texto para discussão: PUC-RJ*, n. 389, 1998.
- GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. Capital controls and flows in Brazil: What have we learned? *NBER Working Paper n° 11640*, 2005.
- GOLDSTEIN, I.; RAZIN, A.; TONG, H. Liquidity, institutional quality and the composition of international equity outflows. *NBER Working Paper n° 13723*, 2008.
- GOURINCHAS, P.; JEANNE, O. Capital flows to developing countries: The allocation puzzle. *NBER Working Paper n° 13602*. 2007.
- GRILLI, V.; MILESI-FERRETTI, G. Economic effects and structural determinants of capital controls. *IMF Staff Papers*, v. 42, n. 3, p. 517-51. 1995.
- HENRY, P. Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices. *Journal of Finance*, v. 55, n. 2, p. 529-64, abr. 2000a.
- HENRY, P. Do stock market liberalization cause investment booms? *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1-2, p. 301-34, out. 2000b.
- HENRY, P. Capital account liberalization: theory, evidence, and speculation. *NBER Working Paper n° 12698*, 2006.
- HENRY, P.; SASSON, D. Capital account liberalization, real wages, and productivity. *NBER Working Paper n° 13880*, 2008.
- HENRY, P.; SASSON, D. Capital market integration and wages. *NBER Working Paper n° 15204*, 2009.
- HODRICK, R; PRESCOTT, E. Postwar U.S. business cycles: An empirical investigation. *Journal of Money, Credit, and Banking*, n. 29, p. 1-16, 1997.
- HOLLAND, M. External debt in developing economies: assessment and policy issues. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 27, n. 1, p. 20-40, 2007.
- INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK. Unlocking credit: the quest for deep and stable bank lending. 2005 report, economic and social progress in Latin America. Washington, D.C. IADB and Johns Hopkins University Press, 2004.
- JAPELLI, T.; PAGANO, M. Information sharing in credit markets: theory and evidence. In: PAGANO, M. (Ed.). *Defusing default: Incentives and institutions*. Washington, D.C. Inter-American Development Bank, 2001.
- KAMINISKY, G.; SCHMUKLER, S. Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalization. *NBER Working Paper n° 9787*, 2003.

KAMINSKY, G.; REINHART, C. The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems. *The American Economic Review*, v. 89, n. 3, p. 473-500, 1998.

KENEN, P. The international financial architecture: what's new? What's missing? Washington, D.C: Institute of International Economics, 2001.

KLEIN, M.; OLIVEI, G. Capital account liberalization, financial depth and economic growth. *NBER Working Paper n° 7384*, 1999.

KLEIN, M.; OLIVEI, G. Capital account liberalization, institutional quality and economic growth: theory and evidence. *NBER Working Paper n° 11112*, 2005.

KOSE, M. *et al.* Financial globalization: a reappraisal. *NBER Working Paper n° 12484*, 2006.

KOSE, M.; PRASAD, E.; TAYLOR, A. Thresholds in the Process of International Financial Integration. *NBER Working Paper n° 14916*, 2009.

KRAAY, A. In search of the macroeconomic effects of capital account liberalization. *World Bank*, 1998.

KRUEGER, A. Trade policy and economic development: How we learn. *American Economic Review*, v. 1, n. 87, p. 1-22, 1997.

KRUEGER, A. Why trade liberalization is good for growth. *Economic Journal*, n. 108, p. 1513-22, 1998.

KRUGMAN, P. Crises: the price of globalization? Symposium on global economic integration, *Federal Reserve Bank of Kansas City*, 2002.

LA PORTA, R. *et al.* Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, v. 3, n. 52, p. 1131-50, 1997.

LA PORTA, R. *et al.* Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 6 n. 106, p.113-55, 1998.

LANE, P.; MILESI-FERRETTI, M. The external wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing nations. *Journal of International Economics*, v. 55, n. 2, p. 263-94, 2001.

LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock market, banks, and economic growth. *American Economic Review*, v. 88, p. 537-58, jun. 1998.

LINDERT, P.; WILLIAMSON, J. Does globalization make the world more unequal? *NBER Working Paper n° 8228*, 2001.

LOTHIAN, J. Institutions, capital flows and financial integration. *Journal of International Money and Finance*, v. 25, p. 358-369, 2006.

MAGUD, N.; REINHART, C. Capital controls: An evaluation. In: EDWARDS, S. (ed.). *International Capital Flows*. University of Chicago Press, 2006.

- MARTINEZ, L.; TORNELL, A.; WESTERMANN, F. The positive link between financial liberalization, growth and crises. *NBER Working Paper n° 10293*, 2004.
- MENDOZA, E.; QUADRINI, V.; RIOS-RULL, J. On the welfare implications of financial globalization without financial development. *NBER Working Paper n° 13412*, 2007.
- MISHKIN, F. An evaluation of the treasury plan for banking reform. *Journal of Economic Perspectives*, v. 6, n. 1, p. 133-53, 1992.
- MISHKIN, F. The danger of exchange pegging in emerging market countries. *International Finance 1*, n. 1, p. 81-101, 1998.
- MISHKIN, F. How big is a problem too big to fail? *NBER Working Paper n° 11814*, 2005.
- MISHKIN, F. *The next great globalization: how disadvantaged nations can harness their financial systems to get rich*. Princeton University Press, 2006.
- MONTIEL, P.; REINHART, C. Do capital controls and macroeconomic policies influences the volume and composition of capital flows? Evidence from the 1990s. *Journal of International Money and Finance*, v. 18, n. 4, p. 619-35, 1999.
- MUKERJI, P. Ready for capital account convertibility? *Journal of International Money and Finance*, v. 28, p. 1006–1021, 2009.
- NAZMI, N. The impact of foreign capital on the brazilian economy. *Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 38, n. 3, p. 483-502, 1998.
- OBSTFELD, M. The global capital market: benefactor or menace? *Journal of Economic Perspectives*, v. 12, n. 4, p. 9-30, 1998.
- OBSTFELD, M. International finance and growth in developing countries: What have we learned? *NBER Working Paper n° 14691*, 2009.
- O'DONNELL, B. Financial openness and economic performance. 2001, Mimeo.
- PIRES, J. O efeito da liberalização da conta de capital sobre a política fiscal: Uma avaliação do caso brasileiro recente. *Revista de Economia Política*, v. 26, n. 2, p. 258-73, abr./jun. 2006.
- PRASAD, E. *et. al.* Effects of financial globalization on developing countries; some new evidence. *IMF Occasional Paper n° 220*, 2003.
- PRASAD, E.; RAJAN, R.; SUBRAMANIAN, A. Foreign capital and economic growth. *IMF Research Department*, 2006. Mimeo.
- PRASAD, E.; WEI, S. The Chinese approach to capital inflows: patterns and possible explanations. In: EDWARDS, S. (Ed.). *International Capital Flows*. Chicago: University of Chicago Press, 2007.
- PRASAD, E.; RAJAN, R. A pragmatic approach to capital account liberalization. *NBER Working Paper n° 14051*, 2008.

QUINN, D. The correlates of change in international financial regulations. *American Political Science Review*, v. 91, n. 3, p. 531-51, set. 1997.

RAJAN, R.; ZINGALES, L. The great reversal: The politics of financial development in the 20th century. *Journal of Financial Economics*, v. 69, n. 1, p. 5-50, 2003.

RANCIERE, R.; TORNELL, A.; WESTERMANN, F. Systematic crises and growth. *NBER Working Paper n^o 11076*, 2005.

RANCIERE, R.; TORNELL, A.; WESTERMANN, F. Decomposing the effects of financial liberalization: Crises vs. growth. *NBER Working Paper n^o 12806*, 2006.

REINHART, C.; ROGOFF, K. Banking crises: An equal opportunity menace. *NBER Working Paper n^o 14587*, 2008.

REINHART, C.; REINHART, V. Capital flow bonanzas: An encompassing view of the past and present. *NBER Working Paper n^o 14321*, 2008.

RODRIK, D. Who needs capital account convertibility? *Princeton Essays in International Finance*, v. 207, p. 55-65, 1998.

ROGOFF, K. International institution for reducing global financial instability. *Journal of Economic Perspectives*, v. 13, n. 4, p. 21-42, 1999.

ROSE, A.; SPIEGEL, M. International financial remoteness and macroeconomic volatility. *NBER Working Paper n^o 14336*, 2008.

SACHS, J.; WARNER, A. Economic reforms and the process of global integration. *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 1, p. 1-95. 1995.

SIMPALEE, P.; BREUER, J. Currency crises and institutions. *Journal of International Money and Finance*, v. 25, p. 125-145, 2006.

STELLA, M. *Instituições fiscais e desempenho fiscal: uma resenha crítica da literatura (Mestrado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia. Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2001.*

SUMMERS, L. International financial crises: causes, prevention, and cures. *American Economic Review*, v. 90, n. 2, p. 1-16, 2000.

SVALAERYD, H.; VLACHOS, J. Market for risk and openness to trade: How are they related? *Journal of International Economics*, v. 57, n. 2, p. 364-95, 2002.

SOLOW, R. A contribution to the theory of economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, n. 70, p. 65-94, 1956.

TÓFOLI, P.; HILLBRECHT, R.; RIBEIRO, E. Abertura da conta de capital e crescimento econômico: quais as evidências para o caso brasileiro. Porto Alegre: UFRGS, 2008. Mimeo.

TONG, H.; WEI, S. The composition matters: capital inflows and liquidity crunch during a global economic crisis. *NBER Working Paper n° 15207*, 2009.

VAN DER LAAN, C.; CUNHA, A.; LÉLIS, M. Uma avaliação sobre os impactos da abertura da conta capital no Brasil (1994-2006), 2007. Mimeo.

VELASCO, A. A model of endogenous fiscal deficits and delayed fiscal reforms. *NBER Working Paper n° 6336*, 1997.

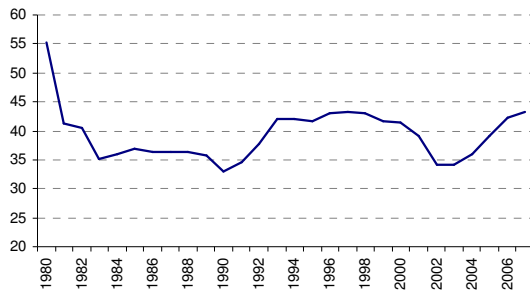
VU LE, Q.; ZAK, P. Political risk and capital flight. *Journal of International Money and Finance*, v. 25, p. 308-329, 2006.

WACZIARG, R.; WELCH, K. Trade Liberalization and growth: New evidence. *NBER Working Paper n° 10152*, 2003.

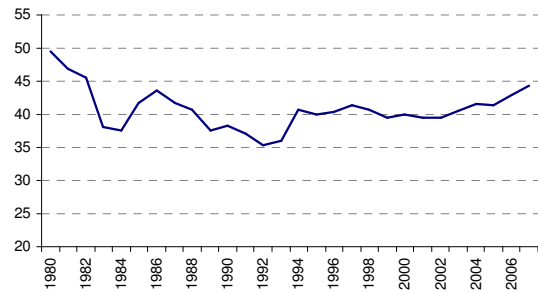
WORLD BANK. Finance for growth: policy choices in a volatile world. Oxford: World Bank and Oxford University Press, 2001.

ANEXO A - Comportamento do Índice que Captura as Alterações Institucionais dos Países ao longo do Tempo

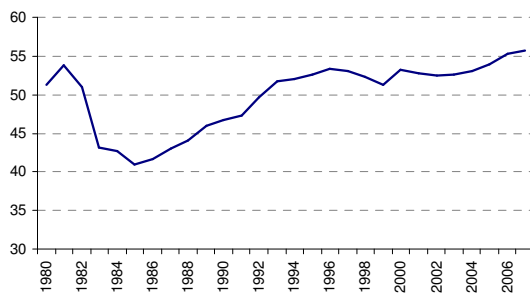
Argentina



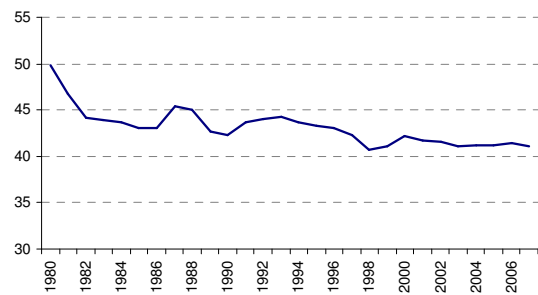
Brasil



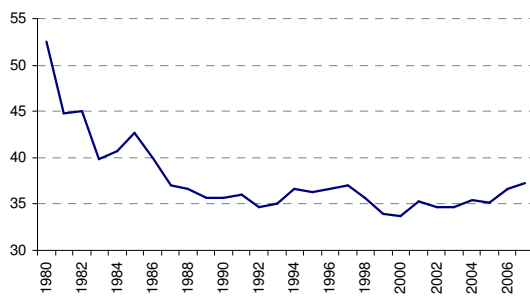
Chile



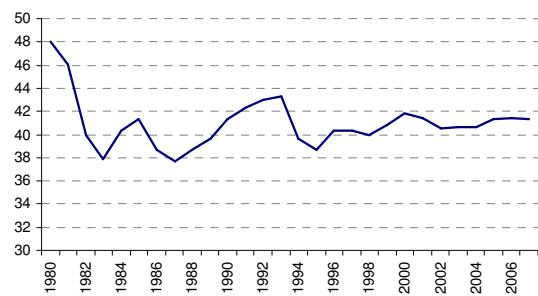
Colômbia



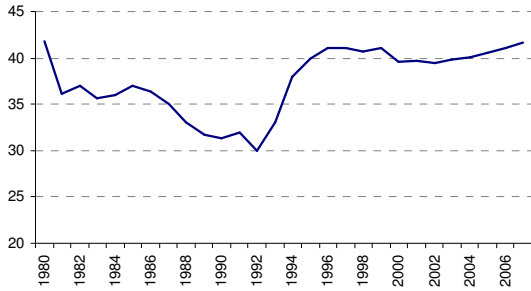
Equador



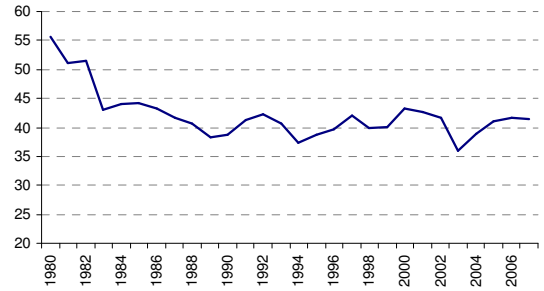
México



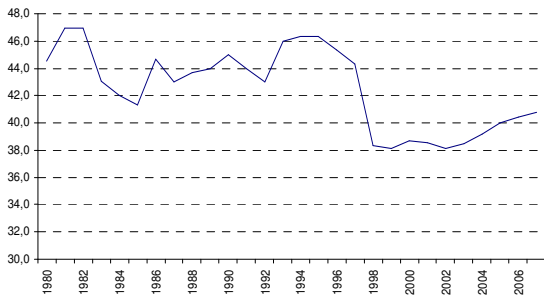
Peru



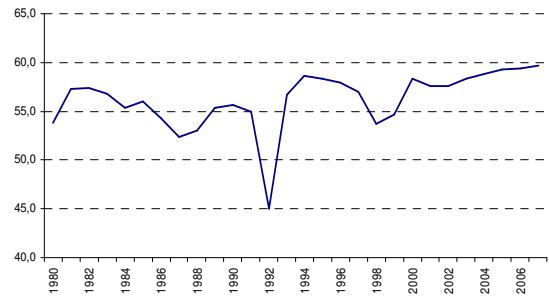
Venezuela



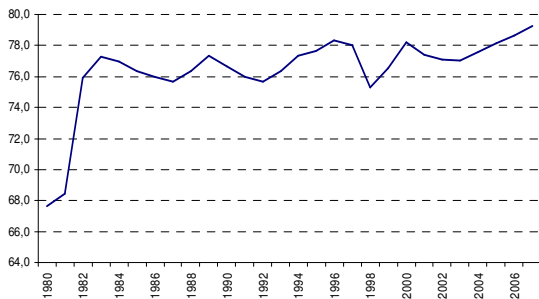
Indonésia



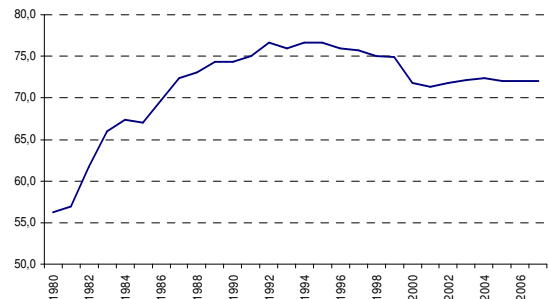
Malásia



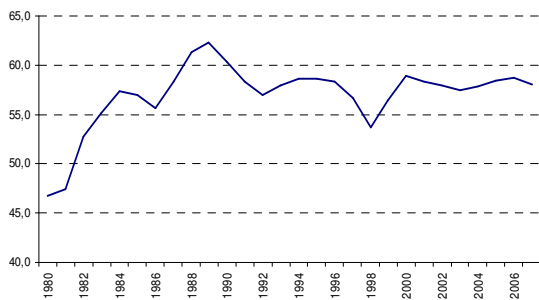
Singapura



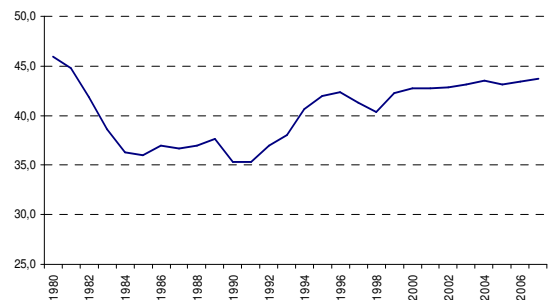
Tailândia



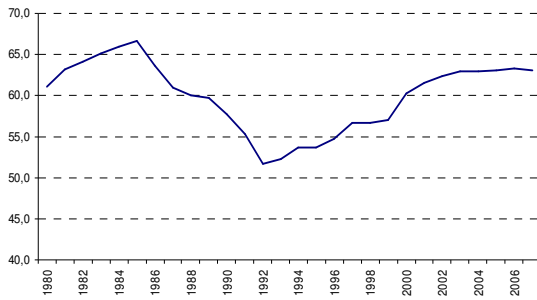
Coréia do Sul



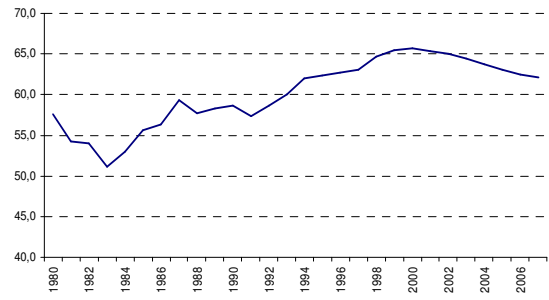
Filipinas



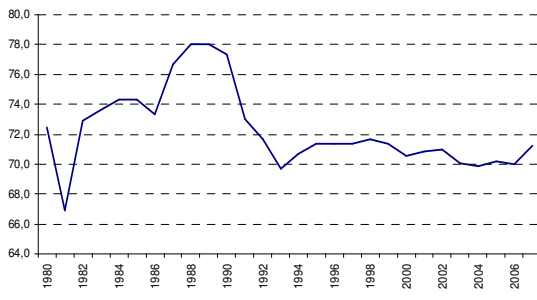
Canadá



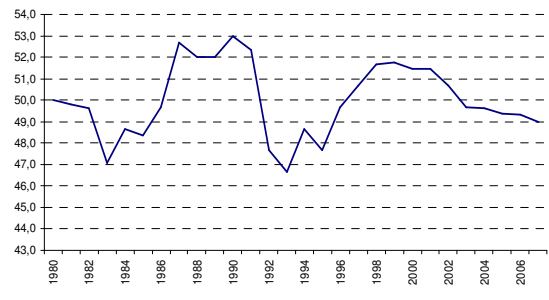
França



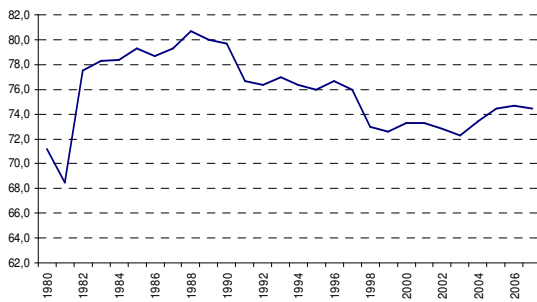
Alemanha



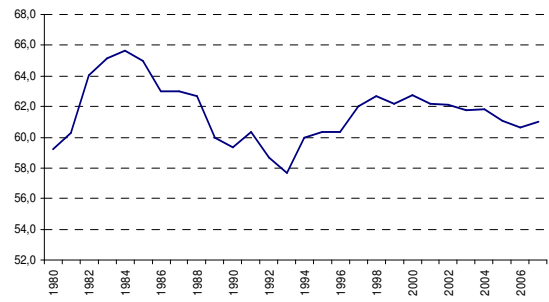
Itália



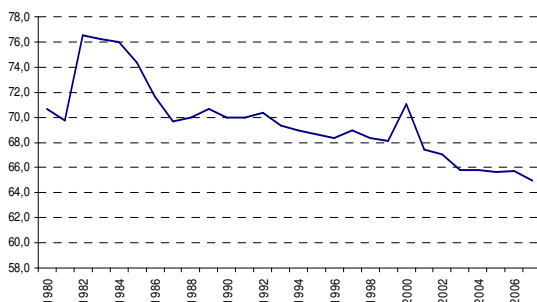
Japão



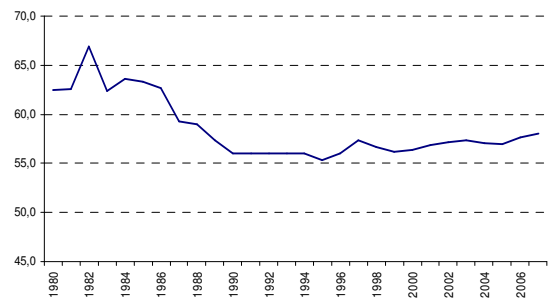
Reino Unido



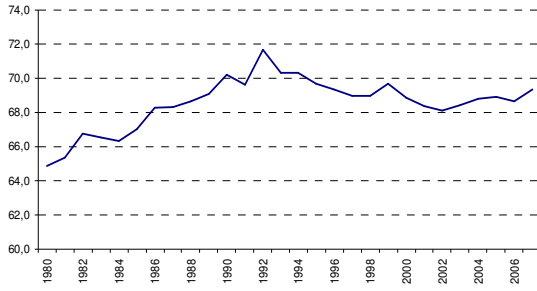
Estados Unidos



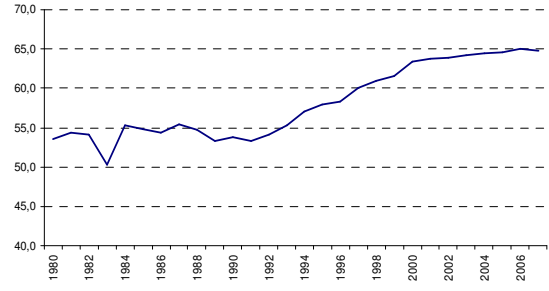
Austrália



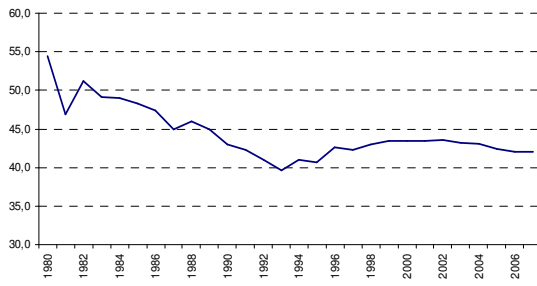
Áustria



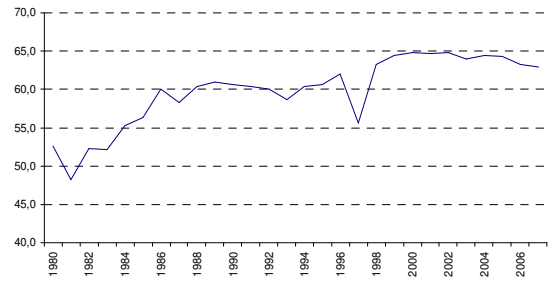
Finlândia



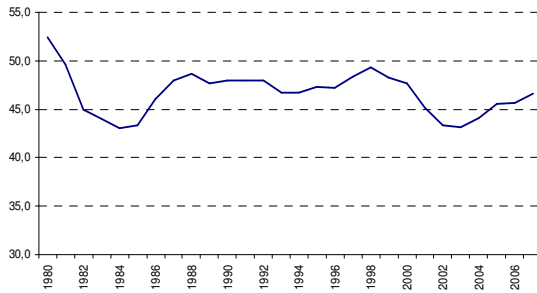
Grécia



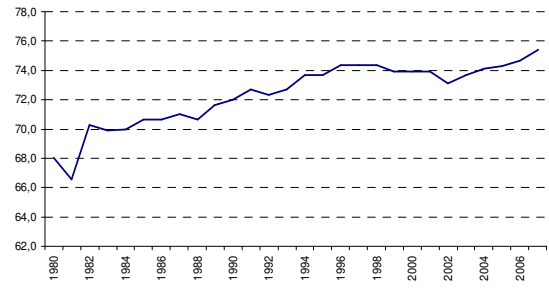
Irlanda



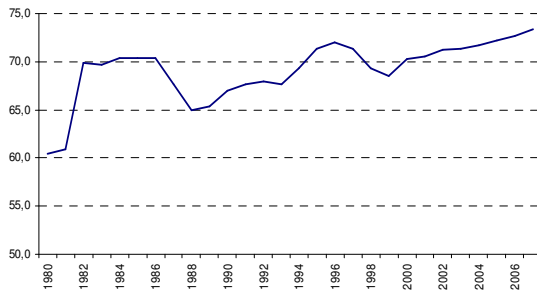
Israel



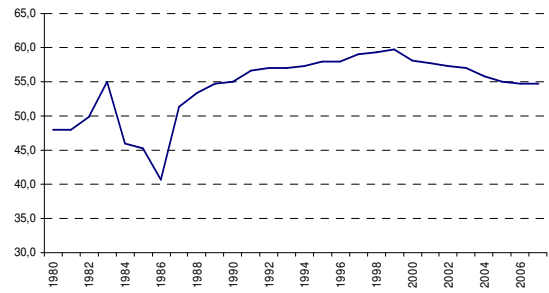
Holanda



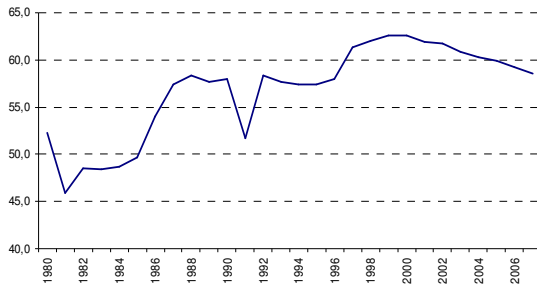
Noruega



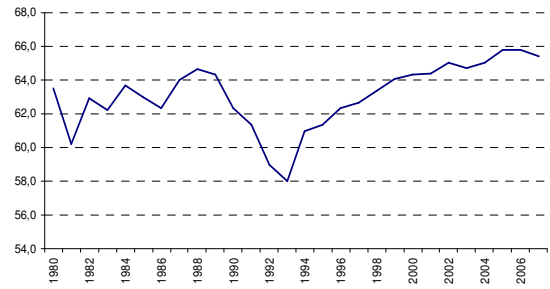
Portugal



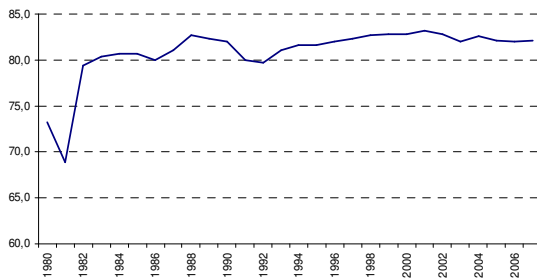
Espanha



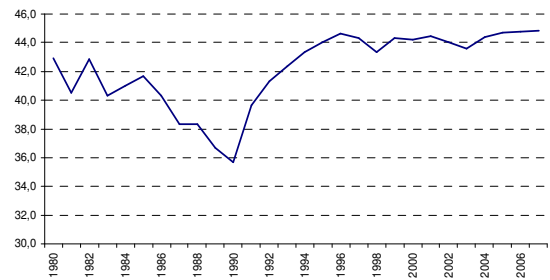
Suécia



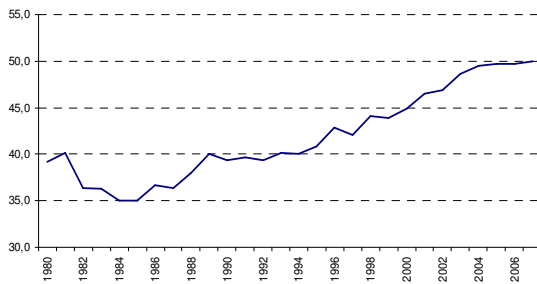
Suíça



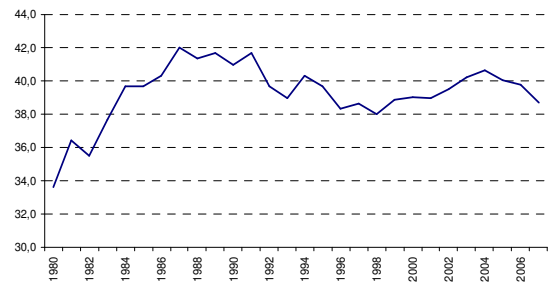
Egito



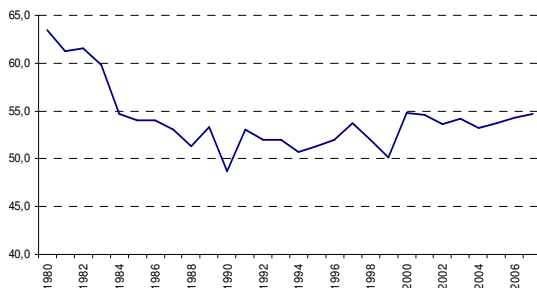
Marrocos



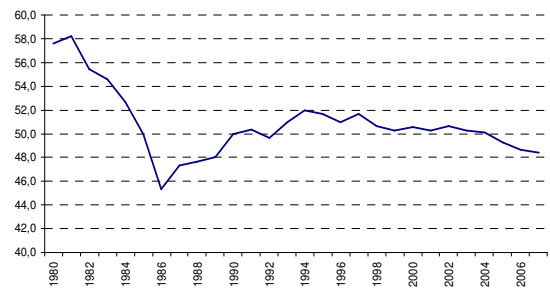
Paquistão



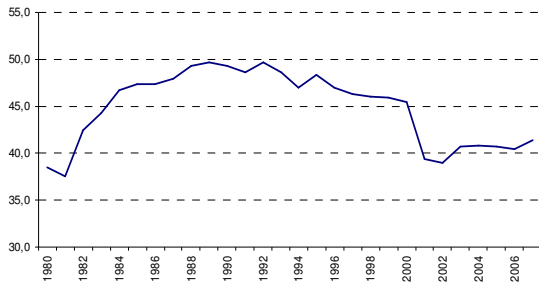
Arábia Saudita



África do Sul



Turquia



ANEXO B - Critério de Informação de Akaike para o Modelo Garch

q \ p	1	2	3	4
1	5,5015	5,5164	5,4879	5,4744
2	5,5134	5,5281	5,4691	5,4835
3	5,4545	5,4237*	5,4616	5,4542
4	5,4482	5,4728	5,5026	5,4641

* Defasagem ótima.

Critério de Informação de Schwarz para o Modelo GARCH

q \ p	1	2	3	4
1	5,5735	5,6124	5,6079	5,6184
2	5,6094	5,6481	5,6131	5,6515
3	5,5746	5,5677*	5,6296	5,6462
4	5,5922	5,6408	5,6946	5,6801

* Defasagem ótima.