

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



**André Diniz Junqueira**

**Fluxos de capitais e crescimento econômico: o papel do  
aprofundamento financeiro e o canal do câmbio**

**Dissertação de Mestrado**

Dissertação apresentada como requisito parcial para  
obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-  
Graduação em Economia da PUC-Rio.

Orientador: Ilan Goldfajn

Rio de Janeiro,  
Fevereiro de 2008



**André Diniz Junqueira**

**Fluxos de capitais e crescimento econômico: o papel do  
aprofundamento financeiro e o canal do câmbio**

Dissertação apresentada como requisito parcial para  
obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-  
Graduação em Economia da PUC-Rio. Aprovada pela  
Comissão Examinadora abaixo assinada.

**Ilan Goldfajn**  
Orientador  
PUC-Rio

**Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo**  
PUC-Rio e UBS

**Affonso Celso Pastore**  
AC Pastore Associados

**Nizar Messari**  
Coordenador Setorial do Centro de Ciências Sociais - PUC-Rio

Rio de Janeiro, 29 de fevereiro de 2008

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

### **André Diniz Junqueira**

Graduou-se em Economia pela Universidade de São Paulo em 2005. Nesse mesmo ano obteve o Prêmio de Excelência acadêmica por sua monografia: “Regras de Política Monetária: Discussão Teórica e Análise Empírica para o Caso Brasileiro.” Concluiu o Mestrado de Economia em 2008.

#### Ficha Catalográfica

<p>Junqueira, André Diniz</p> <p>Fluxos de capitais e crescimento econômico: o papel do aprofundamento financeiro e o canal do câmbio / André Diniz Junqueira; orientador Ilan Goldfajn – Rio de Janeiro: PUC-Rio. Departamento de Economia. 2008</p> <p>76f.;30cm</p> <p>Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008</p> <p>Incluí referências bibliográficas.</p> <p>1. Economia - Teses. 2. Fluxos de capitais, 3. Aprofundamento financeiro, 4. Desalinhamentos do câmbio real. I. Goldfajn, Ilan . II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia. III. Título</p>
<p>CDD 330</p>

A meus pais, com amor e carinho e por todo apoio incondicional que foi dado a  
meus estudos durante toda minha vida.

## Agradecimentos

A meu professor e orientador, Ilan Goldfajn, pela brilhante orientação durante toda a elaboração desta dissertação. Sem dúvida alguma meu amadurecimento como pesquisador ao longo deste período deve-se fundamentalmente a seus ensinamentos e conselhos.

Ao CNPQ e ao Banco UBS-Pactual pelo apoio financeiro concedido durante o mestrado.

A Alfredo Binnie, grande amigo e conselheiro em questões referentes à metodologia empírica.

A todos os professores da PUC-rio pelos excelentes cursos e seminários que contribuíram em muito para meu enriquecimento como economista.

A toda minha família.

## Resumo

Junqueira, André Diniz. **Fluxos de capitais e crescimento econômico: o papel do aprofundamento financeiro e o canal do câmbio**. Rio de Janeiro, 2008. 76p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O objetivo deste trabalho é investigar empiricamente uma possível relação de causalidade entre fluxos de capitais (e abertura financeira de um modo geral) e o crescimento econômico de longo prazo dos países. Utilizando uma amostra de 70 países para o período de 1970-2004 foram realizadas uma série de estimações econométricas em painel em vista de se medir o impacto de um fluxo mais elevado de capitais sobre a produtividade das economias. Uma vez que a literatura documenta uma possível assimetria neste efeito, no sentido de que capitais externos devem ser benéficos somente para países que já possuem uma capacidade absorciva mínima, ou seja, que são capazes de converter de forma eficaz esses capitais para investimentos produtivos que alavancam o crescimento, utilizamos termos de interações nas regressões. Mais especificamente testou-se o papel que o aprofundamento financeiro de um país, medido como a razão do volume de crédito doméstico privado sobre o PIB, desempenha nesta relação entre fluxos de capitais e crescimento. Os resultados obtidos indicam que, para economias com razão crédito/PIB maior que um nível de *threshold* que varia entre 25 e 30%, o impacto de maiores fluxos de capitais é positivo e significativo. Para abaixo desse *threshold* o impacto é negativo.

Uma vez que fluxos excessivos de capitais externos exercem forte pressão de apreciação da taxa real de câmbio de um país, e que tal apreciação pode ser maléfica ao crescimento da produtividade uma vez que impõe perdas significantes aos setores de bens *tradables*, pode ocorrer que países com baixo aprofundamento financeiro cresceram a taxas menores em resultado de maiores fluxos de capitais devido a uma apreciação excessiva do câmbio real. No entanto, as estimações das regressões entre desalinhamentos da taxa real de câmbio e crescimento apontam um efeito significativo e negativo do ponto de vista estatístico, porém insignificante do ponto de vista econômico.

## Palavras-chave

Fluxos de capitais, aprofundamento financeiro, desalinhamentos do câmbio real

## Abstract

Junqueira, André Diniz. **Capital flows and economic growth: the role of financial depth and the exchange rate channel**. Rio de Janeiro, 2008. 76p. MSc. Dissertation - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The objective of this paper is to investigate empirically a possible causal relation between capital flows (and financial openness in a widely fashion) and long run economic growth. With a sample of 70 countries in the period ranging from 1970 to 2004 we estimated econometric panels to test for the presence of a productivity growth enhancing effect of higher capital flows. Since the literature points out an assymmetric effect in the sense that foreign capital is desirable only for countries which have attained a certain level of absorptive capacity, that means, which are more able to convert them to productive capital, interactive terms were included in the regressions. More specifically, we tested the role of the financial depth, measured as the ratio of domestic private credit over GDP, on the relationship between capital flows and growth. The results obtained show that economies which have already attained a certain ratio of credit over GDP greater than a threshold that varies between 25% and 30% has a positive and significant impact of capital flows on growth. Below this threshold, this impact is negative.

Since excessive capital flows exerts a pressure of strong appreciation of the real exchange rate of a country and that appreciation may be negative to productivity growth since it imposes significant losses to tradables sectors, it is possible that countries with a low financial depth had grown less because of the effects of appreciation of the exchange rate caused by capital flows. However, the regression estimates between real exchange rate misalignments and growth show a negative significant effect by a statistical standpoint but insignificant by an economic standpoint.

## Keywords

Capital flows, Financial depth, real exchange rate misalignments

## Sumário

1 Introdução	12
2 Fluxos de capitais, integração financeira e crescimento econômico.	16
2.1. Os determinantes do crescimento econômico	16
2.2. Benefícios da integração financeira	18
2.2.1. Absorção de poupança externa	20
2.2.2. Diversificação de risco e redução no custo de capital	21
2.2.3. “Spillovers” tecnológicos	25
2.2.4 Canais indiretos	25
2.3. O papel do aprofundamento financeiro	26
2.3.1. Literatura	27
3 Fluxos de capitais e crescimento econômico: o canal do câmbio	31
3.1. Fluxos de capitais e desalinhamentos do câmbio real	31
3.2. Desalinhamentos do câmbio real e crescimento	34
4 Análise empírica	38
4.1. Fluxos de capitais e crescimento econômico	38
4.1.1. Medidas de abertura financeira	40
4.1.2. Resultados	42
4.1.3. Robustez	47
4.2. Desalinhamentos do câmbio e crescimento econômico	53
4.2.1. A relação entre a taxa real de câmbio e seus fundamentos	53
4.2.2. Resultados	56
4.3. Exercício numérico	61
5 Conclusão	66
6 Referências bibliográficas	68

7 Apêndice	72
7.1 Lista de países da amostra	72
7.2 Descrição das variáveis e fontes dos dados	73
7.3 Metodologia de estimação	74

## Lista de figuras

Figura 1- Poupança e Investimento	21
Figura 2 - Crédito/PIB e Crescimento da produtividade	30
Figura 3 - Fluxos de capitais e desalinhamentos do câmbio real	34
Figura 4 - Desalinhamentos do câmbio real e crescimento	37
Figura 5 - Impactos dos fluxos de capitais e da sobrevalorização do câmbio real (I).	64
Figura 6 - Impactos dos fluxos de capitais e da sobrevalorização do câmbio real (II).	65

## Lista de tabelas

Tabela 1 – Média e desvio-padrão de variáveis selecionadas, por categorias.	43
Tabela 2 – Fluxos de capitais e crescimento econômico.	45
Tabela 3-Países abaixo do <i>threshold</i> de aprofundamento financeiro.	46
Tabela 4 -Fluxos de capitais e crescimento- M2/PIB como medida de aprofundamento financeiro.	48
Tabela 5 – Fluxos de capitais e crescimento- Amostra de países em desenvolvimento.	50
Tabela 6 - Fluxos de capitais e crescimento- Instrumentos de liquidez internacional.	51
Tabela 7 - Desalinhamentos do câmbio real e crescimento (I)	58
Tabela 8 - Desalinhamentos do câmbio real e crescimento (II)	60
Tabela 9 - Fluxos de capitais e desalinhamentos do câmbio real.	62
Tabela 10- Lista dos 70 países da amostra.	72
Tabela 11- Definições e fontes dos dados.	73