

1 Introdução

O enfoque central deste trabalho se concentra nos efeitos de longo prazo que os fluxos de capitais internacionais e o grau de integração financeira exercem sobre o crescimento econômico de um país. A literatura acadêmica mais recente tem focado predominantemente em considerações de curto prazo a respeito dos determinantes dos fluxos de capitais e no seu papel como gerador de crises financeiras e cambiais¹. Os argumentos defendidos pelos proponentes das restrições aos fluxos de capitais se baseiam nos efeitos maléficis atribuídos aos excessivos fluxos direcionados às economias emergentes principalmente nos anos 80 e 90: sobrevalorizações excessivas da taxa de câmbio, volatilidade econômica e financeira, reversões bruscas de financiamento externo e uma conseqüente crise de balanço de pagamentos. Apesar dos efeitos de curto prazo, existe, no entanto, uma série de argumentos em prol de uma abertura financeira maior no sentido de contribuir para elevar o crescimento da produtividade no longo prazo.

São amplamente documentados tanto pela literatura empírica quanto teórica, os efeitos benéficos da abertura comercial na alocação de recursos e produtividade da economia². Maior abertura comercial permite aos países se especializarem nas atividades em que possuem maiores vantagens comparativas, permitindo melhor alocação de recursos e, portanto, maior produtividade da economia. Da mesma forma, surge então a motivação de se analisar a possibilidade de que uma abertura financeira mais elevada possa permitir melhor alocação de capital entre os países e então elevar a produtividade.

Esse estudo discute os possíveis canais de transmissão pelos quais um país pode se beneficiar de uma maior corrente de fluxos financeiros com o resto do mundo, bem como quais as condições fundamentais para que maior integração se traduza em benefícios reais ao crescimento e ao bem-estar. Basicamente, podemos discernir entre canais diretos e indiretos na direção de causalidade que vai dos

¹ Ver Calvo et Al. (1994) e Frankel e Rose (1996).

² Por exemplo, Lederman (1996).

fluxos de capitais para o crescimento econômico. Dentre os primeiros, identificamos três possíveis canais: a-) fluxos de capitais como complemento à poupança doméstica, relaxando as restrições ao investimento e, portanto, elevando a formação de capital; b-) redução no custo de capital devido a melhor alocação de risco, ou seja, mais oportunidades para investidores estrangeiros adquirirem ativos domésticos e investidores nacionais adquirirem ativos externos³; c-) transferência de tecnologia e conhecimento via maior influxo de investimento estrangeiro direto, os chamados *spillovers* tecnológicos⁴. Dentre os canais indiretos: a-) compromisso com a adoção de melhores políticas uma vez que os benefícios de uma maior integração financeira dependem de boas práticas de governança⁵; b-) sinalização de *friendly policies* com relação a investimentos externos no futuro.

Identificados os canais de transmissão comumente citados na literatura, passamos então para uma análise empírica englobando um conjunto de 70 países no período 1970-2004, com o objetivo de testar e quantificar os impactos no crescimento econômico de longo prazo resultante da integração financeira. Como integração financeira, utiliza-se basicamente três medidas *De facto*: estoque de capitais externos medido como ativos mais passivos externos sobre o PIB, assim como cada um separadamente; fluxos de capitais totais medidos como a variação do estoque de capitais externos sobre o PIB, assim como cada um separadamente; e finalmente, a variação dos ativos externos líquidos sobre o PIB.

Assim como os padrões que governam as magnitudes dos fluxos de capitais destinados aos países dependem de uma série de fundamentos destes, também o impacto causal que tais fluxos geram no crescimento depende de uma série de variáveis institucionais, econômicas e até políticas desses países. Em trabalho recente, Prasad, Rajan e Subramanian (2007) mostraram que países em desenvolvimento que tiveram menor nível de dependência de recursos externos cresceram a taxas mais elevadas do que aqueles com maior dependência. O baixo grau de desenvolvimento dos mercados financeiros, limitando a capacidade de absorção de recursos externos, e uma tendência maior a sobrevalorização cambial fizeram com que tais países crescessem a taxas menores em resultado de maior

³ Obstfeld (1994) desenvolve um modelo teórico enfocando a relação entre diversificação global de risco e crescimento.

⁴ Ver, por exemplo, Borenzstein, De Gregorio e Lee (1998).

integração financeira. Em outro estudo, Borenzstein, De Gregorio e Lee (1998) mostraram que investimentos estrangeiros diretos geram impactos positivos, porém assimétricos no crescimento, dependendo do nível de capital humano do país. Em geral, a capacidade de absorção e conversão para investimentos produtivos dos capitais externos depende de fundamentos tais como qualidade institucional, aprofundamento dos mercados financeiros, boas práticas de governança e respeito a contratos⁶. Nesse estudo, nos concentraremos nos efeitos de *threshold* que o grau de aprofundamento financeiro desempenha na relação entre fluxos de capitais e crescimento. As outras variáveis, além de serem variáveis qualitativas de mais difícil medição e de caráter relativamente subjetivo, desempenham um papel mais relevante na determinação das composições e magnitudes dos fluxos de capitais entre países e menos no sentido da capacidade de absorção de capitais externos. Dessa forma optou-se por analisar o quão assimétrico é o efeito de fluxos de capitais sobre o crescimento de acordo com o tamanho do aprofundamento financeiro de um país.

Sistemas financeiros pouco desenvolvidos são resultantes em grande parte de distorções geradas pelo governo através de taxação excessiva e até mesmo desrespeito a contratos e ao Estado de direito (*financial repression*)⁷. Dessa forma, capitais externos que fluem para países com elevado grau de *financial repression* acabam sendo canalizados para investimentos especulativos e de curta maturidade, não se convertendo para o setor produtivo.

Também amplamente documentado pela literatura são os efeitos de sobrevalorização da taxa de câmbio causados por um grande influxo de capitais que um país recebe. Em uma segunda parte da análise empírica, buscamos quantificar o impacto dos desalinhamentos da taxa real de câmbio em relação a seu nível de equilíbrio sobre o crescimento econômico. Se fluxos de capitais excessivos podem provocar desalinhamentos no câmbio, então tais fluxos podem gerar impactos negativos no crescimento de longo prazo através do canal do câmbio.

A dissertação está estruturada da seguinte forma. No capítulo seguinte faremos uma exposição e uma breve revisão da literatura a respeito dos

⁵ Ver Klein e Olivei (2000) e Levine (2001).

⁶ Banco mundial (2001).

fundamentos do crescimento econômico bem como o papel do aprofundamento financeiro como variável chave para se entender a relação entre integração financeira e crescimento. No terceiro capítulo trataremos da relação entre desalinhamentos do câmbio e o crescimento econômico assim como o papel que os fluxos de capitais desempenha em provocar apreciações excessivas da taxa de câmbio. No quarto capítulo é apresentada uma análise empírica acerca dos efeitos citados nos capítulos 2 e 3. O objetivo é testar os impactos da abertura financeira sobre o crescimento econômico de longo prazo dos países levando em consideração o grau de aprofundamento financeiro destes. Também buscamos testar o papel que os desalinhamentos da taxa real de câmbio, caudados por fluxos de capitais externos, pode desempenhar no crescimento. O último capítulo apresenta uma conclusão dos resultados obtidos.

⁷ Bencivenga e Smith (1991).