

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CENTRO DE CIÊNCIAS E TECNOLOGIAS PARA A SUSTENTABILIDADE
CAMPUS DE SOROCABA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

HUGO RIBAS DA COSTA

**Efeitos da Liberalização da Conta de Capital no crescimento econômico de
Países Desenvolvidos e Emergentes**

Sorocaba

2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CENTRO DE CIÊNCIAS E TECNOLOGIAS PARA A SUSTENTABILIDADE
CAMPUS DE SOROCABA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

HUGO RIBAS DA COSTA

**Efeitos da Liberalização da Conta de Capital no crescimento econômico de
Países Desenvolvidos e Emergentes**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Centro de Ciências e
Tecnologias para a Sustentabilidade da
Universidade Federal de São Carlos,
campus Sorocaba, para obtenção do
Título de Bacharel em Ciências
Econômicas.

Orientação: Prof. Dr. Adelson Martins
Figueiredo

Sorocaba
2013

COSTA, Hugo

Efeitos da Liberalização da Conta de Capital no crescimento econômico de países desenvolvidos e emergentes / Hugo Ribas da Costa. -- Sorocaba, 2013

59 f. : il. ; 28 cm

Trabalho de Conclusão do Curso de Bacharelado em Ciências Econômicas - UFSCar, *Campus* Sorocaba, 2013.

Orientador: Adelson Figueiredo

Banca examinadora: José César Cruz Júnior, Mariusa Momenti Pitelli

Bibliografia

1. Controle de Capital. 2. Crescimento Econômico. 3. Dados em Painel. I. O papel da Liberalização da Conta Capital no crescimento econômico: Uma abordagem de dados em painel para Países desenvolvidos e emergentes II. Sorocaba-Universidade Federal de São Carlos.

CDD 330

HUGO RIBAS DA COSTA

Efeitos da Liberalização da Conta de Capital no crescimento econômico de

Países Desenvolvidos e Emergentes

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Centro de Ciências e Tecnologias para a Sustentabilidade da Universidade Federal de São Carlos, *campus* Sorocaba, para obtenção do Título de Bacharel em Ciências Econômicas. Universidade Federal de São Carlos. Sorocaba, 02 de Julho de 2013.

Orientador

Dr. Adelson Martins Figueiredo
Universidade Federal de São Carlos

Examinador

Dr. José César Cruz Junior
Universidade Federal de São Carlos

Examinadora

Dra. Mariusa Momenti Pitelli
Universidade Federal de São Carlos

RESUMO

COSTA, Hugo. Efeitos da Liberalização da Conta Capital no crescimento econômico de Países Desenvolvidos e Emergentes. 2013. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Centro de Ciências e Tecnologias para Sustentabilidade, Universidade Federal de São Carlos, Sorocaba, 2013.

Esse estudo investiga a relação entre o crescimento econômico e a abertura da conta de capital no período de 1980 a 2010. Para a realização de um estudo mais apurado sobre o tema, optou-se por separar os efeitos do fluxo de capital estrangeiro, conforme o nível de desenvolvimento dos países. Dessa forma, a análise dos resultados abrangerá as características econômicas específicas dos blocos de países desenvolvidos e emergentes, além de separar entre os emergentes as respostas de países da América Latina/Caribe e Leste/Sudeste asiático ao fluxo financeiro global. Além de haver uma preocupação descritiva do tipo de relacionamento adotado por cada grupo de país com o capital estrangeiro, há também o tratamento empírico a partir de uma modelagem de dados em painel dinâmico. No caso dos países em desenvolvimento (emergentes) a resposta encontrada se alinhou à teoria convencional de que uma maior abertura da conta capital contribui para o crescimento econômico, enquanto que para os desenvolvidos a resposta obtida foi de uma relação inversa entre essas mesmas variáveis. Ademais, os países emergentes do sudeste e leste asiático se mostraram maiores beneficiários de uma abertura da conta capital frente aos países latino americanos.

Palavras-Chave: Controle de capitais. Crescimento econômico. Dados em painel dinâmico. Emergentes. Desenvolvidos.

ABSTRACT

COSTA, H. R Effects of Capital Account Liberalization of economic growth in developed and emerging countries. In 2013. Final Paper (undergraduate in Economics) - Centre for Science and Technology for Sustainability, Federal University of São Carlos, Sorocaba, 2013

This study investigates the relationship between economic growth and the opening of the capital account in the period 1980-2010. To perform a more precise study on the topic, it was decided to separate the effects of the flow of foreign capital according to the level of development of countries. Thus, the analysis results cover the economic characteristics of specific blocks of developed and emerging countries, and emerging split between the responses of Latin America / Caribbean and East / Southeast Asia to the global financial flow. In addition there is a concern of descriptive type of relationship adopted by each country group with foreign capital, there is also empirical treatment from a modeling dynamic panel data. In the case of developing countries (emerging) the answer is found aligned to the conventional theory that greater capital account openness contributes to economic growth. However the response to developed countries was reverse between these variables. Moreover, the emerging countries of Southeast and East Asia have shown the biggest beneficiaries of an opening of the capital account front to Latin Americans.

Key Words: Capital Control. Economic growth. Dynamic panel data. Emerging. Developed.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
1.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS	9
1.2 PROBLEMA E SUA IMPORTÂNCIA	11
1.3 OBJETIVOS	13
1.3.1 Objetivo Geral	13
1.3.2 Objetivos Específicos	13
2 PAÍSES SELECIONADOS E A IMPORTÂNCIA DO FLUXO DE CAPITAL PARA CADA AMOSTRA	14
2.1 PAÍSES DESENVOLVIDOS.....	14
2.2 PAÍSES EMERGENTES	15
2.2.1 Desenvolvimento Econômico no Leste e Sudeste Asiático	16
2.2.2 América Latina e Caribe	19
2.3 A IMPORTÂNCIA DO FLUXO DE CAPITAL EXTERNO EM CADA AMOSTRA.....	23
3 REVISÃO DE LITERATURA	28
3.1 TRATAMENTO TEÓRICO DOS EFEITOS DA ABERTURA DA CONTA DE CAPITAL	28
3.2 TRATAMENTO EMPÍRICO DOS EFEITOS DA ABERTURA DA CONTA DE CAPITAL	34
4 METODOLOGIA E DADOS	37
4.1 ESTRUTURA ECONÔMETRICA	37
4.1.1 Dados em Painel	37
4.1.2 Método <i>System-GMM</i>	38
4.2 DADOS	40
5 RESULTADOS E DISCUSSÃO	41
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES	49
7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	52
8 APÊNDICE	60

“Capital Account liberalization, it is fair to say, remains one of the most controversial and least understood policies of our day... Empirical analysis has failed to yield conclusive results.”

Barry Eichengreen (2001)

1 INTRODUÇÃO

1.1 Considerações Iniciais

O acordo de *Bretton Woods*¹, instaurado ao final da II Guerra Mundial, tinha como um dos pilares de seu compromisso institucional a permissão para o controle de capitais. Esse regime vigorou por aproximadamente três décadas e inicialmente o objetivo primordial era garantir a estabilidade monetária das nações. O acordo, no entanto, assegurou ao longo dos anos uma estabilidade não apenas econômica aos países, garantindo também anos de maior tranquilidade social a um mundo envolto por incertezas advindas de dois conflitos mundiais.

Em meio a esse período beligerante, a economia mundial adquiriu contornos de intenso conflito entre os países também na questão do comércio mundial. No intervalo entre a I e II Guerra Mundial, apenas o dólar manteve a conversibilidade, fato que colaborou para a desestruturação do sistema monetário mundial e cristalizar o pensamento totalitário. Nesse sentido Baer et al. (1995) destaca a relevância da institucionalização dos EUA como hegemonia no campo monetário² e a definição do ouro como artigo de reserva na Conferência de Bretton Woods em 1944. Tal pensamento corrobora com a ideia de Belluzzo (1995) na qual se fazia necessário o cumprimento do papel de hegemonia benigna pelos norte americanos de forma a propiciarem um “... *amplo raio de manobra para políticas nacionais de desenvolvimento...*”.

Sob o acordo de Bretton Woods, o capitalismo viveu o seu período de ‘Anos Dourados’³. Contudo, a condição norte-americana de emissora da moeda síntese para o funcionamento da economia global, aos poucos criou uma série de assimetrias no

¹ Acordo firmado em julho de 1944 com o objetivo de definir os parâmetros da nova ordem econômica mundial após a Segunda Guerra Mundial.

² Ao final do II Conflito Mundial, os EUA detinham 70% das reservas internacionais de ouro o que legitimou a decisão de conceber ao dólar a condição de moeda referência para as reservas financeiras e trocas comerciais.

³ Período que se estendeu de 1946 a 1973 e que segundo Mattos (1998), a partir da junção de fatores técnicos produtivos (oligopolização dos mercados, ganhos de escala, aceleração do investimento, aumento das vendas) com fatores político sociais (aumento do salário real, Estado transferidor de renda para os excluídos) permitiram a atenuação dos problemas estruturais do capitalismo.

sistema monetário. Uma consequência direta dessa condição residiu no desenvolvimento de um mercado de eurodólares derivado do aumento substancial da liquidez mundial, fugindo ao controle do *Federal Reserve System* (FED). Esse elemento, somado aos déficits constantes em sua Balança de Pagamentos levaram os EUA a romperem definitivamente com o acordo em agosto de 1971 quando o então presidente Richard Nixon anunciou o abandono da conversibilidade ouro dólar e, em 1979, elevou de forma abrupta os juros no país.

No bojo de toda a desarticulação do sistema emergido em *Bretton Woods* e o ressurgimento dos ideais liberais⁴ a partir da década de 70, a liberalização da conta capital se manifestou primeiramente nos países desenvolvidos, atingindo seu auge nos países periféricos apenas nos anos 80. O arcabouço teórico em apoio a esse processo sustenta que a alocação eficiente dos recursos possibilitaria um crescimento estrutural de longo prazo das economias. Em seu estudo sobre a liberalização da conta capital e o crescimento dos países latino americanos, Damasceno (2008) cita a disciplina macroeconômica, transferência de tecnologia e a possibilidade do desenvolvimento do sistema financeiro como fatores agregadores desse processo. Einchengreen *et al.* (1996) acrescenta as facilidades na obtenção de crédito externo dado o aumento da concorrência entre instituições internas e externa.

O ambiente acadêmico ainda comporta uma discussão latente sobre a eficácia na liberalização do fluxo de capitais para o crescimento de uma nação. Os campos divergentes estão bem demarcados com estudos que defendem uma atuação mais incisiva do Estado no controle da entrada de recursos externos na economia em oposição àqueles que pregam a liberdade estrita da circulação de capitais. A tradição de estudos sobre o tema remete ao trabalho de Quinn (1997) que concluiu haver uma relação positiva entre abertura da conta capital e crescimento econômico.

Entre os estudos com conclusões divergentes, Stiglitz (2000) afirma que estaria no próprio fluxo de capitais a geração de instabilidade do sistema, interrompendo com isso períodos de crescimento da economia. Rodrik (2007) é explícito em sua defesa de que os possíveis efeitos positivos do fluxo de capitais estão condicionados aos fundamentos econômicos de cada região, inserindo em seu plano de discussão essa nova

⁴ Sob a combinação de desemprego elevado e inflação alta, as políticas liberais encabeçadas pelas ideias de Frederich Hayek e Milton Friedman retornaram com força na agenda dos formuladores de políticas.

dimensão analítica, a qual contemplaria a necessidade de um estudo minucioso acerca das condições estruturais de cada nação para daí então obter um posicionamento sobre o papel do fluxo de capitais numa economia. E é justamente nesse arcabouço inconclusivo em relação à eficácia da liberalização da conta de capital que esse estudo se insere.

1.2 O Problema e sua Importância

O problema a ser verificado pelo estudo é o da possibilidade de existência de uma relação entre crescimento econômico e liberdade ao fluxo de capital externo para os países. Para o alcance de uma resposta mais consistente, o estudo se propõe a separar os efeitos de uma liberalização na conta capital entre regiões com estruturas sociais econômicas distintas. A hipótese inicial é a de que existe uma relação inversa entre o aumento do fluxo de capital externo e o crescimento econômico dos países, ou seja, a liberalização da conta de capital geraria instabilidades que contribuiriam negativamente com o crescimento econômico.

Pelo fato de relevar-se o impacto do fluxo de capital externo sobre a economia condicionado ao grau de desenvolvimento dos países, a pesquisa traz consigo outra questão que é a da relação entre crescimento e desenvolvimento econômico. A evolução da Teoria Econômica carregou consigo a ideia de que o crescimento econômico por si só implicava em transformações estruturais na sociedade e, mais especificamente, por meio do desenvolvimento da indústria (Souza, 2005). Apesar de Marshall (1963) discutir a relação entre capitalismo, crescimento econômico e mudanças, foi apenas em Schumpeter (1985) que a interação entre crescimento e desenvolvimento se tornou objeto de estudo mais acurado e, segundo o qual as mudanças quantitativas impostas pelo crescimento são apenas um dos pilares para as transformações qualitativas do desenvolvimento.

Esse estudo ao se propor verificar em que medida o comportamento da circulação de capitais na economia contemporânea afeta o crescimento econômico das nações, assume como variável dependente para representar o grau de desenvolvimento dos países a renda *per capita*⁵. O debate acerca das diferenças entre crescimento e desenvolvimento na economia tem gerado discussões ao longo dos anos. Bresser-

⁵ Apesar de reconhecê-la como a mais representativa, o nível de renda *per capita* também possui suas limitações, em especial o fato de se tratar de uma média e por isso não conseguir captar a distribuição da renda entre os indivíduos do país.

Pereira (2007) argumenta que transformações estruturais na economia quando ocorrem sem o aumento da renda *per capita* são na verdade uma exceção e, sendo assim, o crescimento econômico é um representante adequado do desenvolvimento na sociedade.

Se de um lado há a preocupação em estabelecer uma relação entre crescimento e desenvolvimento econômico, por outro, há a necessidade de se qualificar o fluxo de capital. Esse fluxo se divide em duas rubricas principais: Investimento Direto Externo (IDE) e Investimento em Portfólio. O IDE abrange os recursos aplicados na produção doméstica do país, possuindo uma relação de longo prazo com a mesma; já o investimento em portfólio corresponde a aplicações no sistema financeiro do país, com objetivo estrito de composição de uma empresa, tendo assim uma relação de curto prazo com a economia (Vieira, 2006). Apesar de entender o IDE como algo mais importante para a compreensão do desenvolvimento de um país, a separação dos resultados conforme o tipo fluxo de capital foge ao escopo da problemática central do estudo.

A avaliação do desenvolvimento das nações no estudo tem como foco o período que se inicia em meados da década de 70 e se consolida nos anos 80, no qual se recrudescer o processo de globalização financeira em concordância com o aumento da desregulamentação para o livre trânsito de capitais. Em detrimento de um novo elemento regente da ordem econômica mundial, surgem inúmeros estudos que discutem a contribuição da livre circulação de capitais para o desenvolvimento das economias. Chesnais (2005) destaca esse movimento como uma nova forma de dissimular a valorização do capital produtivo dado uma valorização financeira fictícia.

Sob a égide de uma inspiração neoliberal e ancorados pelas decisões políticas do Fundo Monetário Internacional (FMI), os defensores dos aspectos positivos da ‘mundialização financeira’⁶ postulam que a livre circulação de capitais responderia por uma alocação mais eficiente dos recursos, tendo papel determinante na melhoria dos fundamentos macroeconômicos dos países periféricos, pois segundo Fischer (1998), esses fluxos permitiriam o financiamento do comércio e investimento, e conseqüente aumento da renda. No entanto, a própria postura do FMI na legitimidade desse processo é cambiante, com destaque para a assembleia anual do fundo em 1997 a qual tinha por

⁶ Termo cunhado por Chesnais (2005) que expressa a predominância do capital financeiro sobre o capital produtivo.

objetivo derrubar o Artigo VI presente no estatuto do Fundo⁷ que permitia a adoção de controles, mas que não se concretizou, pois no mesmo ano eclodira a crise asiática⁸.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo Geral

Analisar a relação entre abertura da Conta de Capital e o crescimento econômico nos países, segundo o grau de desenvolvimento por meio nível de renda *per capita*, no período de 1980 a 2010.

1.3.2 Objetivos Específicos

A presente pesquisa propõe também investigar outras questões como: a) Abordar de maneira concisa o tratamento econômico dado ao Fluxo de Capital Externo por autoridades da América Latina e Ásia desde a década de 80; b) Verificar se existe diferença no efeito da liberalização da conta de capitais sobre a economia de países em desenvolvimento, quando separados em latino americanos e asiáticos.

Para o desenvolvimento do tema, a pesquisa foi organizada do seguinte modo: o capítulo 2 divide-se em duas partes: na primeira a preocupação é a de qualificar os grupos de países quanto ao seu grau de desenvolvimento; na segunda, busca-se compreender a importância do capital externo na política econômica de cada grupo; no capítulo 3 apresenta-se uma série de trabalhos que discutiram o tema abordado; o capítulo 4, por sua vez, descreve a metodologia e os dados utilizados no estudo; por fim o capítulo 5 compreende os resultados e discussões.

⁷ Estatuto do Fundo denominado '*Articles of Agreement of the International Monetary Fund*' adotado desde dezembro de 1945. O Artigo VI ('*Capital Transfers*') trata justamente das regras do fluxo financeiro global.

⁸ Efetivada a partir de uma crise de confiança dos agentes expostos em posições especulativas de baixa liquidez e dívida de curto prazo, sendo disparada pela saída de capital, deflação nos ativos financeiros de países da região (Malásia, Coréia do Sul, Hong Kong, etc.) e desvalorização abrupta das moedas locais (Krugman, 1998),

2 PAÍSES SELECIONADOS E A IMPORTÂNCIA DO FLUXO DE CAPITAL PARA CADA AMOSTRA

O conjunto de países analisados pelo estudo está disposto no Quadro 1 a seguir:

QUADRO 1 - Amostras

Países		
Desenvolvidos	Emergentes	
	América Latina e Caribe	Sudeste e Leste Asiático
Alemanha	Argentina	Cingapura
Bélgica	Brasil	Coréia, Rep.
Canadá	Chile	China
Dinamarca	Colômbia	Indonésia
EUA	Costa Rica	Malásia
Finlândia	El Salvador	Tailândia
França	Equador	Vietnã
Holanda	Guatemala	
Itália	México	
Japão	Nicarágua	
Noruega	Paraguai	
Reino Unido	Peru	
Suécia	Uruguai	
Suíça		

Fonte: Elaboração própria

2.1 Países Desenvolvidos

A opção de composição da amostra para países desenvolvidos obedece geralmente a uma convenção adotada por pesquisadores de selecionar os países pertencentes à Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) como grupo representativo. Nesse estudo houve a opção pela escolha de catorze países da OCDE para a representação da amostra dos desenvolvidos devido ao fato de atualmente essa organização acolher países com condições econômicas sociais heterogêneas, como por exemplo, a presença de países do Leste Europeu e da Europa Central. Essa disparidade poderia distorcer os resultados do estudo. Atualmente a organização conta com a participação de trinta e três membros, e incluem também países em desenvolvimento como Turquia, Chile e México que entraram em 2007, além de estudar a possibilidade de aceitação de Brasil, China e Índia.

Segundo dados fornecidos pelo Banco Mundial, a riqueza familiar média nos integrantes do grupo dos países mais ricos corresponde a US\$ 36.238, e aproximadamente 25% da população do grupo possui ensino superior. Apesar de indicadores positivos quando comparados a média dos países em processo de desenvolvimento, é importante a ressalva de que essas nações convivem atualmente com a acentuação da desigualdade. Em relatório de 2011 intitulado *'Divided We Stand: Why Inequality Keeps Rising'* a OCDE pontuou que os 10% mais ricos ganham cerca de nove vezes a mais que os 10% mais pobres.

A evolução do crescimento econômico dos países mais ricos do bloco da OCDE aponta para um declínio desde a década de 1980. Os países desenvolvidos que compõem a amostra obtiveram um crescimento médio do PIB de 2,9% durante os anos 80, 2,4% na década de 90 e 1,6% nos anos 2000, segundo dados do Banco Mundial (2012). Já na questão do desemprego, a mais recente crise financeira elevou o número de desempregados nesses países para acima de 8%, patamar até então nunca observado.

Com relação ao movimento de capital, destaca-se o aumento contínuo na participação do IDE em relação ao PIB dos países membros. Se nos anos 80 esse patamar estava próximo a 0,5% do PIB, a primeira década do século XXI empurrou esse indicador em 2 p.p para cima. O fluxo de capital de curto prazo também apresentou evolução significativa, pois se nos anos 90 o investimento em portfólio superou em sete vezes o montante da década anterior, essa mesma comparação para os anos 2000 teve como resultado um número três vezes maior.

2.2 Países Emergentes

A composição da amostra dos países não desenvolvidos abrange também a análise sobre os critérios de classificação. Para o Banco Mundial, os países pertencentes a esse grupo são enquadrados segundo o nível de renda, ou seja, exceto países de renda alta, todos os demais são países em desenvolvimento. O FMI designa o termo 'emergente' para países que possuam o Índice de Desenvolvimento Humano (IDH) entre médio e alto⁹.

⁹ Índice que comporta a análise do nível de desenvolvimento de cada país em três vertentes: saúde, educação e renda. Valores entre 0 e 0,499 corresponde a países com baixo desenvolvimento; entre 0,5 e 0,799 desenvolvimento médio; e entre 0,8 e 1 para desenvolvidos (esses intervalos, no entanto, não são fixos, variando conforme classificação das Nações Unidas).

No presente estudo, a amostra de emergentes será composta por um bloco de países do Sudeste e Leste Asiático e outro de países da América Latina e Caribe. A priorização dessas nações se deve às suas respectivas participações em organizações econômicas, envolvimento no sistema financeiro internacional e relevância no comércio internacional. A lista completa dos países a serem utilizados no estudo empírico estão dispostos no Quadro 1 em apêndice.

2.2.1 Desenvolvimento Econômico no Leste e Sudeste Asiático

A disposição das economias asiáticas como um dos polos de relevância nas decisões de poder político e econômico é fruto de um processo que se inicia no pós II Guerra Mundial com a incorporação do Japão como intermediário do poder dos EUA. Estima-se que as inversões dos EUA em território japonês por meio do Plano Marshall chegaram US\$ 500 milhões por ano entre 1950 e 1970. A intensificação da cooperação de longo prazo no meio empresarial japonês e, especialmente, a expansão do modo de produção com mão de obra intensiva aos países vizinhos, permitiu a esses países acumular capital e crescer a taxas superiores ao restante das economias.

Esse movimento de transferência do modo de produção entre países foi denominado pelo economista japonês Akamatsu (1962) como modelo de ‘Gansos Voadores’. Nesse mecanismo, os países menos avançados se organizam para trilhar o mesmo percurso de desenvolvimento industrial realizado pelos países que irrompeu esse caminho. Palma (2004) observa que o processo de aprendizado dos meios de produção esteve concentrado em produtos com aderência no comércio internacional. A sequência desenvolvida por Palma (2004) é a transferência da capacidade produtiva das exportações do Japão para os países da primeira geração (Coreia do Sul, Cingapura e Taiwan), que por sua vez as transferiram para os de segunda geração (Malásia e Tailândia, além da China e demais asiáticos num terceiro movimento). O papel do governo e das instituições privadas nesse contexto é o de estimular a agregação de valor à oferta e se adaptar à demanda externa, para que assim se efetive ganhos nos termos de troca pelo país.

O ‘milagre econômico’ do Leste e Sudeste asiático no pós II Guerra Mundial, segundo Relatório do Banco Mundial de 1993¹⁰, se expressava pelas elevadas taxas de poupança, câmbio desvalorizado, inflação e contas do governo sob controle,

¹⁰ *The East Miracle (1993), World Bank.*

além da política de valorização do capital humano. Em números, esse desenvolvimento das economias asiáticas demonstra-se pelo crescimento médio anual do PIB. Enquanto a economia norte americana crescia a uma média inferior a 4% nas décadas de 60 e 70, Coreia do Sul e Cingapura, nações integrantes do primeiro bloco de transferência de capacidade produtiva pelo Japão, detiveram um crescimento médio anual do PIB próximo a 10%, enquanto Brasil, Argentina e Chile apresentavam crescimento médio de 5%. Para os países do segundo momento, Malásia e Tailândia, o crescimento médio nas décadas de 80 e 90 fora superior a 6%, e 9,5% na China, enquanto nos EUA, Brasil e Argentina os números foram 3,2%, 2,5%, 1,8% respectivamente.

Episódio relevante para os países em desenvolvimento da Ásia foi a crise econômica e financeira da década de 90. Desses países, economias como a da Malásia, Filipinas, Cingapura e Tailândia apresentavam condições macroeconômicas favoráveis, pois além de manterem a inflação e as contas do governo sob controle, esses países apresentavam na primeira metade da década de 90 uma taxa de crescimento das exportações superior a 30%. Contudo, a movimentação dos EUA no sentido de incentivar a liberalização e desregulamentação do mercado financeiro, na opinião de Jesus (2006), contribuiu para que houvesse a atração de um enorme fluxo de capital especulativo de curto prazo que sem uma supervisão adequada, se tornou o principal responsável pelo colapso cambial nessa região. Com a reversão abrupta da valorização de suas moedas devido à fuga de capitais, empresas e bancos nacionais que emprestavam em moeda local e se endividavam em moeda estrangeira, viram sua situação financeira se deteriorar.

Traduzido em números, o fluxo líquido de capital privado para os países do Sul asiático¹¹ saíram do patamar de US\$ 27 bilhões em 1997 para um valor de US\$ 7 bilhões no ano seguinte (menor valor da década de 90), segundo dados do Banco Mundial. Ainda na esteira da descrição do comportamento do fluxo de capital para esses países nos anos da crise asiática, os números do Investimento Estrangeiro Direto, que possui uma relação de longo prazo com os países receptores, permaneceram acima da média da década de 90, que era de US\$ 12 bilhões. Esse tipo de fluxo apresentará reversão apenas no início dos anos 2000, quando despenca para uma média de US\$ 8 bilhões.

¹¹ Amostra contendo Tailândia, Malásia, Indonésia, Coreia do Sul.

Segundo dados do Banco Mundial, o agregado de países em desenvolvimento localizados no Leste e Sudeste Asiático saem de uma taxa média de crescimento do PIB de 2% em 1998 para 9% durante a primeira década do século XXI. Com relação ao movimento de capital, após sua derrocada dada a crise no sistema financeiro mundial instaurada em setembro de 2008 que impactou sensivelmente os movimentos de IDE, países como Tailândia já em 2010 se recuperava de uma queda vertiginosa de IDE em 2009, enquanto malaios e sul coreanos apresentavam valores recordes de IDE em seus balanços no ano de 2011¹².

Por último, a evolução da economia chinesa é um tema a ser abordado separadamente. Participante da terceira onda de desenvolvimento das economias asiáticas, a atual conjuntura da economia chinesa começa a se desenhar com o fim da ‘Revolução Cultural’¹³ e abertura política e econômica iniciada nos anos 70. A economia da China passou desde então a apresentar um crescimento médio do PIB de 10% ao ano. Com essa dinâmica de crescimento, os chineses se tornaram em 2010 a segunda maior economia do mundo, superando o posto ocupado até então pelo Japão¹⁴. A abertura aos fluxos financeiros adveio de modo mais consistente na década de 90 com a segunda onda de reformas. Se no período entre 1982 e 1992 a taxa média de crescimento do Fluxo de IDE não chegava a 1%, entre 1993 e 2010 esta média superou 4%, chegando à cifra recorde de US\$ 105,74 bilhões em 2010. Cunha e Xavier (2010) destacam na ascensão chinesa a seletividade do IDE ao processo de abertura de capital de forma a reestruturar a cadeia produtiva se atendo às questões qualitativas da produção, ou seja, a China se tornou competitiva em cadeias mais intensivas em tecnologia.

Apesar de um desempenho econômico satisfatório durante a última década, os países em desenvolvimento no continente asiático carecem de uma agenda de políticas sociais e econômicas que almejem primordialmente melhorar as condições de vida de seus habitantes. Nos dias atuais a renda per capita japonesa é sete vezes maior que a malaia e quinze vezes a renda da Tailândia. Outro ponto que se destaca

¹² Com queda superior a 50% no desempenho de IDE entre 2008 e 2009, a retomada desse fluxo em 2010/2011 com média de US\$8 bilhões superou o nível médio pré-crise de US\$6 bilhões. Malásia e Indonésia, por sua vez, com um total de IDE de US\$12 bilhões e US\$18 bilhões em 2011 respectivamente, tiveram desempenho até então inatingíveis na série histórica.

¹³ Revolução iniciada na década de 60 pelo líder do Partido Comunista Chinês, Mao Tsé Tung, e se opunha às influências ocidentais sobre as decisões políticas, sociais e econômicas da China.

¹⁴ Com um PIB de US\$ 5, 9 trilhões, a China se tornou pela primeira vez a segunda maior economia do mundo em 2010, desbancando a economia japonesa.

negativamente na evolução dessas economias é a educação. Enquanto a média de anos de escolaridade no Japão supera onze anos, a média de países Indonésia, Tailândia e Vietnã se restringe há meros seis anos. Portanto, há ainda um árduo caminho desses países no sentido de tornar mais equânime a geração de sua riqueza.

2.2.2 América Latina e Caribe

No período que se estende de 1960 a 1980, a América Latina teve um crescimento médio do PIB de 5,5%, enquanto países industrializados cresceram a uma taxa média no período em 3,8% (CEPAL, 2012). Essa prosperidade em termos numéricos fora interrompida com a crise da dívida que se abateu sobre essas nações durante a década de 80.

A impossibilidade de pagamento dos empréstimos internacionais contraídos pelas economias da América Latina colocava em cena a ideia de ajuste econômico pelos países credores. Pautada no “Consenso de Washington”¹⁵, a abordagem dessa crise econômica passava pela interpretação de que o problema residia na adoção de uma política macroeconômica guiada pela substituição de importações¹⁶, a qual implicava em má alocação dos recursos. Em números, Rodriguez (1987) aponta que os dois maiores devedores da América Latina, Brasil e México apresentaram entre 1978 e 1982 uma variação positiva da dívida bruta de 51,2% e 64%, respectivamente.

As medidas econômicas que simultaneamente buscavam estabilizar, liberalizar e agilizar o pagamento das dívidas foram implementadas por um número significativo de nações na América Latina e Caribe. A liberalização comercial somada ao reordenamento dos gastos públicos teve como resultado um salto significativo no saldo da balança comercial. Se no início da década o déficit comercial era da ordem de US\$ 2 bilhões, já a partir de 1983 os saldos se tornam superavitários, alcançando cerca de US\$ 40 bilhões em 1984 e média anual de US\$ 27 bilhões, enquanto o crescimento do PIB *per capita* regride para a ordem de 0,7% entre 1982 e 1988 (CEPAL, 2012).

O fluxo de capitais para os países do bloco, por sua vez, despenca de um nível de US\$ 29,4 bilhões entre 1977 e 1981, para um patamar de US\$ 9,6 bilhões entre

¹⁵ Regras formuladas em Washington a partir da reunião de economistas da América Latina adeptos do neoliberalismo, representantes do FMI, BIRD, e representantes do governo norte-americano, com o objetivo de orientar a economia latino americana.

¹⁶ O desenvolvimento via substituição de importações fora uma tese defendida a partir dos anos 50 pela Comissão Econômica para América Latina e o Caribe (CEPAL).

1983 e 1990, que corresponde a uma queda superior a aproximadamente 3 p.p em participação no PIB. Outra preocupação dos formuladores de política econômica dessa época estava nos altos níveis de inflação. Ao final da década de 80, Argentina e Brasil apresentavam um crescimento no nível de preços de 3000% e 1400%, respectivamente.

A década de 90 segue sob o mantra do neoliberalismo. O resultado desse avanço resultou segundo num crescimento médio do PIB da América Latina e Caribe na década de 90 de 2,9%, comparado a 1,8% da década anterior, segundo dados do Banco Mundial (2012). Ainda no campo da atividade econômica desses países, o desemprego apresentou recuo pequeno nas duas décadas em que essas economias estiveram sob ajuste¹⁷. Quanto à inflação nos anos 90, a média reduziu para 143%, com destaque para os reajustes na Argentina e Brasil, que a partir de Planos de estabilização trouxeram o nível de preços da casa de três dígitos para uma média de 4% na segunda metade da década de 90.

No que diz respeito à movimentação de capital externo para os países latino americanos e caribenhos, os dados do Banco Mundial apontam que para a década de 80 os fluxos de IDE minguaram, correspondendo a uma média de 0,6% do PIB desses países, apresentando recuperação na década de 90 ao se elevar para uma média de 2,4% do PIB. Esse mesmo movimento de queda e recuperação entre os anos 80 e 90 se manifestou para o fluxo de capital privado como participação do PIB, ao saírem de uma média de 0,7% para 3,4%. Essa evolução ocorreu a despeito desses países terem enfrentado no período crises de fuga de capital dada a ocorrência de crises financeiras.

Na última década esses países apresentaram um ciclo de crescimento de suas economias, especialmente aquelas atreladas de forma mais intensa a alguma *commodity*¹⁸. Segundo dados construídos por Bello e Heresi (2008), nos anos 2000 ocorreu um movimento de retorno da dependência do crescimento econômico às exportações de *commodities* processadas pelos países latino americanos (exceto México). O peso das exportações de *commodities* no total exportado por cada país, que apresentara queda entre as décadas de 60 e 80 de aproximadamente 20%, voltara a se

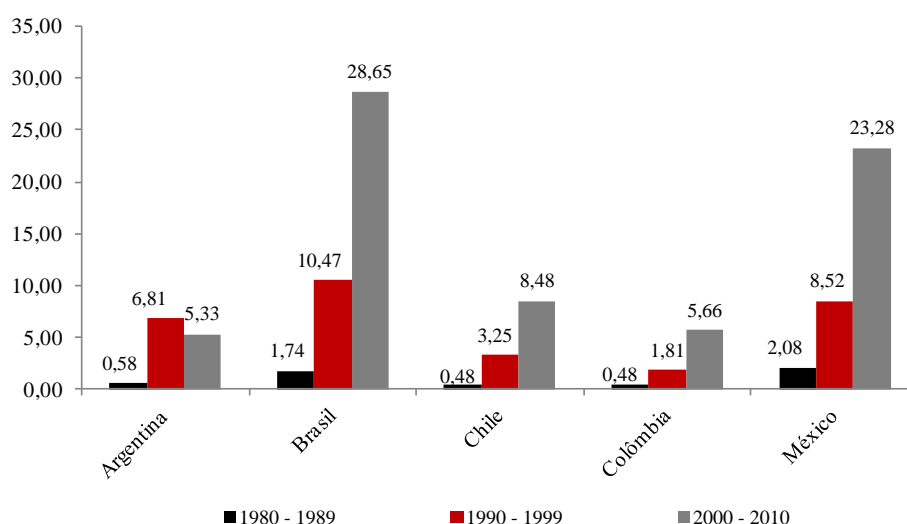
¹⁷ Se na década de 80 esse número esteve próximo à marca de 11%, na década seguinte a taxa de desemprego da força de trabalho fora de aproximadamente 10%.

¹⁸ Nos anos 2000 esse tipo de produto obteve um grande aumento de seus preços derivado tanto da expansão da economia chinesa, como também do processo de financeirização. A valorização generalizada das *commodities* agrícolas, energéticas e minerais, teve forte impacto positivo nos resultados da economia brasileira (exportadora de soja e minério), chilena (cobre), argentina (soja), e venezuelana (petróleo).

e elevar em 3% nos anos 2000. O crescimento do PIB chegou a 3,4% e a taxa de desemprego a 9% no período. A inflação apresentou uma queda abrupta para cerca de 8%, enquanto o fluxo de capital permaneceu estável em 2,5% do PIB e o IDE passou para um patamar correspondente a 3,2% do PIB.

No Gráfico 1 e Tabela 1 correspondem ao fluxo de capital estrangeiro separado por períodos. Neles nota-se que o fluxo de IDE se destacou ao longo da última década especialmente no Brasil e México. Por outro lado, enquanto o Brasil nos últimos anos teve uma média líquida de aproximadamente dez bilhões de investimentos em portfólio, a economia mexicana saiu de um fluxo de cerca de quatro bilhões na década de 90 para um fluxo cadente de quatrocentos milhões entre 2000 e 2010.

GRÁFICO 1 – IDE (Média do Fluxo Líquido, em bilhões US\$ corrente)



Fonte: Banco Mundial, 2012

São fatores explicativos desse comportamento excepcional do fluxo de capital para o Brasil a combinação de um retorno significativo sobre o investimento dado o elevado patamar da taxa de juros oficial praticada internamente, com uma percepção de risco em trajetória descendente, além de indicadores consistentes de estabilidade econômica (Dívida/PIB, Inflação sob controle, e crescimento do PIB).

Tabela 1 - Média do Investimento Direto Externo em Bilhões (Fluxo Líquido, US\$ corrente)

	1980 - 1981	1990 - 1999	2000 - 2010
Argentina	0.58	6.81	5.33
Brasil	1.74	10.47	28.65
Chile	0.48	3.25	8.48
Colômbia	0.48	1.81	5.66
México	2.08	8.52	23.28

Fonte: World Bank

No aspecto social, o relatório “Mobilidade Econômica e a Ascensão da Classe Média Latino Americana” (Banco Mundial, 2010) mostra a ascensão social desses países e o processo de consolidação da formação de países de classe média. O índice de pobreza moderada apresentou recuo de 44% para 30% de toda população e pelos cálculos dos especialistas, o número de pobres na América Latina se iguala ao montante de pessoas na classe média. Por outro lado, o relatório ‘Estado das Cidades da América Latina e Caribe’, aponta que uma em cada quatro pessoas de áreas urbanas vivem na pobreza. O estudo também constatou o aumento nas últimas duas décadas de pessoas vivendo em moradias precárias em termos absolutos.

Esse cenário heterogêneo que se desenrola desde as últimas três décadas reúne momentos de estagnação e crescimento econômico, crise da dívida e crise financeira, fuga de capital e ciclo de *commodities*. Em estudo sobre a inserção mundial da América Latina nos últimos anos, Corsi (2010) apontou que houve perda de peso da região na economia mundial, mesmo após o ciclo de crescimento atrelado às *commodities*. Segundo o autor uma involução estrutural da região decorreu de uma liberalização total da economia, impedindo a inserção dessas economias de um modo mais dinâmico na divisão internacional do trabalho, dado a impossibilidade de se competir em salários com os asiáticos e tecnologia com os países centrais.

O economista Gabriel Palma (2007,) quando questionado sobre a motivação do América Latina não apresentar crescimento similar aos asiáticos, aponta como diferenciais para o crescimento da economia asiática uma política econômica abertamente Keynesiana, com juros baixos e câmbio competitivo, uma taxa de investimento privado duas vezes superior à da América Latina, além de uma adoção de liberalização de seus mercados mais cautelosa do que a executada na América Latina. Carneiro (2007) também dá suporte à ideia de que os países asiáticos aproveitaram

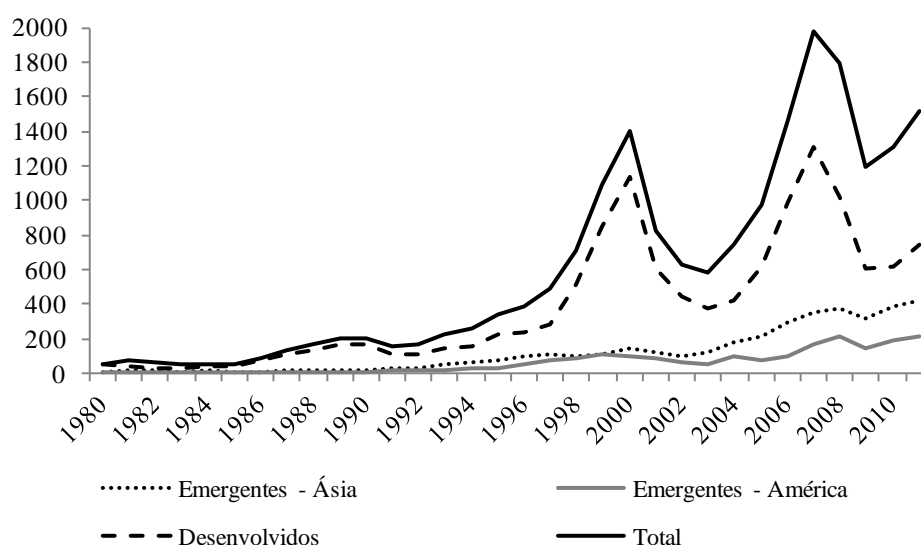
melhor a expansão do comércio mundial, imputando maior dinamismo em suas economias com o aumento do peso das manufaturas em suas exportações.

2.3 A importância do Fluxo de Capital Externo em cada amostra

Os anos 80 testemunharam uma expansão acelerada dos fluxos de capital entre os países. Segundo Silva (2006), após a derrubada de inúmeras restrições à circulação de capital na década de 70, formas tradicionais de financiamento ao crescimento (empréstimos bancários e públicos) deram lugar ao fluxo de IDE e portfólio. A autora destaca que entre 1981-1982 o movimento desse novo tipo de financiamento superou em três vezes o crescimento das exportações globais.

Na década de 90 esse fluxo superou a marca de US\$ 1 trilhão. Após uma fase de baixo crescimento global no início dos anos 2000, o fluxo de IDE se recupera e atinge o valor recorde de US\$ 1,9 trilhão em 2007. Diante desse quadro evolutivo que aponta para a crescente importância do novo tipo de financiamento na economia global, quais seriam as diferenças de tratamento e função do fluxo financeiro global nas economias das amostras de países emergentes abordadas no presente estudo?

GRÁFICO 2 – IDE (Fluxo Líquido em bilhões de US\$)



Fonte: UNCTAD (2011)

No caso da América Latina a insuficiência de recursos internos se acentuou com a crise da dívida na década de 80, reforçando a necessidade de obtenção de poupança externa para o crescimento da economia. Com o anúncio da moratória mexicana em 1982, o fluxo de capitais para a América Latina cessou, a dívida externa

que no início da década somava US\$ 220 bilhões duplicou ao seu final. A lógica do ajuste do déficit público e implementação de reformas pró-liberalização prevaleceu. Nesse contexto, Silva (2006) nota que o fluxo de IDE esteve muito abaixo daquele presente em países desenvolvidos, com perda relativa de participação nos fluxos globais em relação aos asiáticos. O grande destaque no período, segundo a autora, ficou por conta de operações não monetárias, como os reinvestimentos e *debt-equity swaps*²⁰.

O Sudeste e Leste asiático, por sua vez, foram na década de 80 os maiores receptores dos investimentos mundiais. Silva (2006) destaca a ausência de endividamento externo por essas economias, a coordenação de investimentos intra-asiáticos, a capacidade de alinhar crescimento econômico com recursos externos, como fatores explicativos para difusão do progresso técnico e concorrência por esses países. Para Medeiros (2010) essas economias se beneficiaram de um contexto marcadamente regional²¹ que imputou à economia asiática um grande diferencial frente à América Latina já na década de 80, formando grupos com vitalidade para investir, dinamizar e integrar toda uma cadeia de comércio e indústria.

Nos anos 90 algumas das resistências com relação à entrada de capital privado por alguns países foram extintas. Outro ponto relevante do período foi o desenvolvimento do mercado de ações em algumas nações. A Ásia foi a região nesses anos que recebeu o maior montante de fluxo de IDE, ao contrário dos investimentos em portfólio que abandonaram a região imediatamente após a crise asiática²². Nesse quadro de atração junto ao capital externo destaca-se a atuação da China que ao compatibilizar políticas ativas de atração de capital com abertura controlada de setores mais dinâmicos de sua economia.

Silva (2006) aponta no caso asiático a distribuição setorial dos recursos, pautados fundamentalmente na intenção de consolidar o setor industrial desses países. Outro ponto salientado pela autora é o baixo peso relativo do IDE na década de 90 para a aquisição e fusões nesses países que foi de 33%, enquanto na América Latina essa proporção sobe para 65%, liderada pelo Brasil com 30% do total. Para Goldenstein

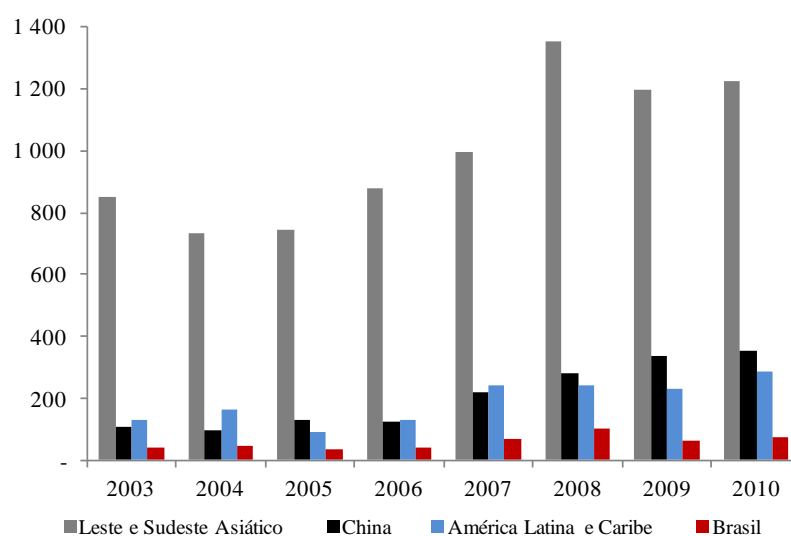
²⁰ Operações em que investidores trocam suas dívidas com a empresa por ações da mesma.

²¹ A economia japonesa adota uma política de valorização cambial e de investimentos na região asiática, enquanto a China desponta no comércio global com a expansão das Zonas Econômicas Especiais. Silva (2006) destaca também o Acordo de Cooperação Ásia Pacífico de 1994 como ato de fortalecimento do investimento intra países nessa região.

(1997) o alto volume de capital especulativo atraído pelo elevado patamar de juros contribuiria para o alcance de uma moeda forte e estabilização de preços. Nesse cenário a entrada de capital de curto prazo se materializou, baseado em investimentos em portfólio e em IDE no segmento de serviços (Garcia, 2000). A inserção via abertura da conta capital facilitava também a transferência de recursos de empresas às suas matrizes no exterior, retardando a modernização das indústrias atuantes na América Latina.

Os anos 2000 têm início com a intenção chinesa de integrar a Organização Mundial do Comércio (OMC). Concluído em 2002, esse processo abrangeu o compromisso de eliminação de tarifas a alguns bem importados, contribuindo para o salto de entrada de IDE na China superar a marca de US\$ 100 bilhões em 2008 (equivalente a 50% do total de IDE para os asiáticos). Nos países asiáticos o IDE do tipo *greenfield* (destinado a adquirir novos ativos) compõem a maior parte do fluxo total, e são orientados para exportação por meio de uma seletividade que privilegia recursos para setores industriais com câmbio real competitivo.

GRÁFICO 3 – Número de projetos ‘Greenfield’

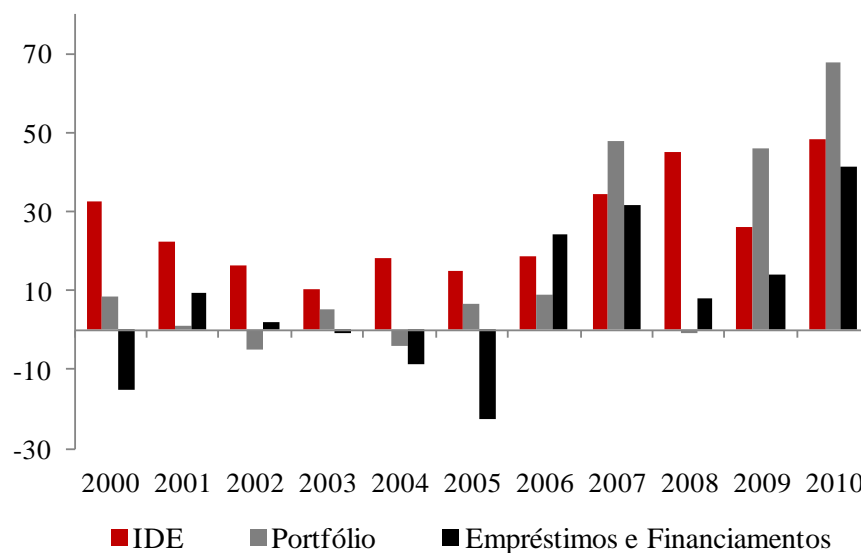


Fonte: UNCTAD, World Investment Report 2012

Em 2010 o Brasil atingiu a quinta colocação entre os países com maior volume recepcionado de Investimentos globais que somou um total de US\$ 1,5 trilhão. Esse movimento de crescimento do fluxo de capital externo, ocorreu na América Latina como um todo, reflexo do aquecimento no segmento de *commodities*. No Gráfico 4 nota-se que ao longo dos anos 2000 o Brasil teve um fluxo de IDE que se intensificou a

partir de 2005, e que o fluxo de capital de curto prazo (investimentos em portfólio) superou nos últimos dois anos o fluxo líquido de capital de longo prazo.

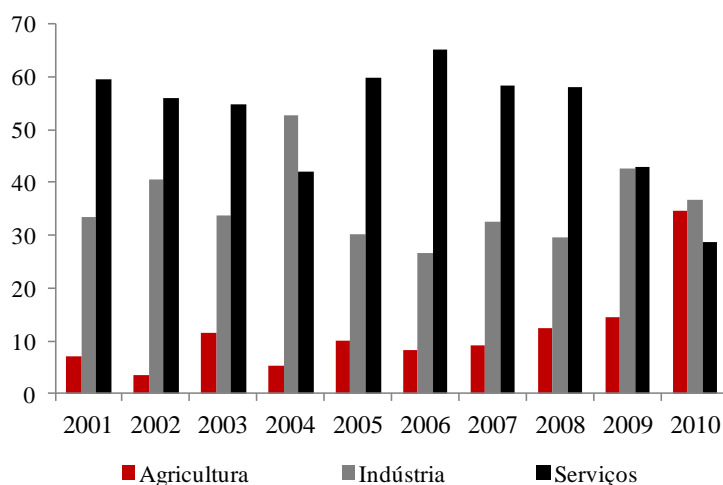
GRÁFICO 4 – Composição do Fluxo de Capital Externo para o Brasil (US\$ bilhões)



Fonte: BCB, 2012

Quando se dedica atenção aos segmentos nos quais o Fluxo de IDE atuou na economia brasileira tem-se uma melhor compreensão das diferenças de dinamismo entre a economia da América Latina e Asiática. Tendo o Brasil como um bom retrato desse cenário, se no início da década de 90 o IDE se destinava ao setor automobilístico e petroquímico, com o decorrer dos anos a contribuição desse fluxo migra do setor industrial para o de serviços. Nos últimos anos a participação do IDE no setor industrial voltou a crescer, apesar de estar intrinsecamente ligada à atividades do segmento de bens primários. Na média o setor de serviços é responsável por participação superior a 50% do total de ingressos no país.

GRÁFICO 5 – Entrada de IDE no Brasil por setor (%)



Fonte: BCB, 2012

Em resumo, o quadro exposto anteriormente sobre a relação distinta dada ao fluxo de capital externo entre as economias emergentes podem ser um fator explicativo para o crescimento dessas economias. Nesse sentido Medeiros (2003) ao analisar essa suposição defende que o crescimento econômico da Ásia estaria associado à política de atração de capital e sua incorporação em novas atividades produtivas, enquanto na América Latina esse fluxo se associaria aos setores de bens não comercializáveis, fusões e aquisições.

3 REVISÃO DE LITERATURA

3.1 Tratamento teórico dos efeitos da abertura da conta de capital

A discussão acerca da evolução da conta capital e seus efeitos sobre a economia dos países receptores dos fluxos de capitais surgiu como assunto de destaque a partir da década de 80. Por sua vez a atuação dos *policy makers* passou a exigir a incorporação de novas dimensões em seus programas de governo, como a elaboração de novas taxas, impostos, além de órgãos específicos de regulação, seja para países exportadores como receptores de capital. Essa nova dimensão demandou e ainda demanda respostas para o papel a ser executado pelos recursos advindos de fontes externas.

Em uma das interpretações sobre o tema, o pensamento neoclássico defende a eficiência alocativa dos recursos, o que no caso dos fluxos financeiros pode ser interpretado como o seu deslocamento de países com alta incidência de capital (baixo retorno) para países com baixa intensidade do mesmo (alto retorno). Forbes (2005) defende que não existe no meio acadêmico conclusões macroeconômicas que comprovem o resultado positivo da liberalização do fluxo de capital. Isso se daria pela dificuldade em provar que o controle eleva o custo do capital, diminui a disciplina dos mercados e distorce a alocação dos recursos pelas firmas. Essa dificuldade em pontuar os efeitos da criação de barreiras à mobilidade plena dos capitais teria como explicações os efeitos distintos nas variáveis macroeconômicas, e a impossibilidade de qualificação adequada das restrições ao capital.

Em seu estudo Forbes (2005) reconhece que a pressuposição de que os fluxos de capital rumariam para países com escassez de capital, obtendo assim maior taxa de retorno sobre o valor investido, não prevalece na atual conjuntura econômica. Para Forbes (2005) os países em desenvolvimento são na verdade exportadores líquidos de capital. Esse comportamento se justificaria pela fraqueza no crescimento da economia dessas nações; às barreiras informais (corrupção e falta de transporte); ao baixo nível de qualidade do capital humano (relacionado à baixa produtividade) e; ao histórico de *default* (calote) dessas nações. Apesar disso, o autor conclui que não é possível corrigir distorções do mercado por meio do controle da conta capital, pois esse distorceria os fundamentos citados anteriormente acerca da alocação eficiente do capital.

Forbes (2005), contudo, aponta diversos motivos para uma alocação não eficiente do capital sob a condição de liberdade, pautado naquilo que a visão neoclássica denominou de ‘Falhas de Mercado’ e que impedem o alcance do ótimo em equilíbrio. Entre as falhas apontadas pelos economistas neoclássicos, se destaca a sugestão sobre a assimetria de informação, condição essa que viola o pressuposto de que todos os bens são observáveis por todos os participantes do mercado implicando no caso de ativos iguais terem precificação distinta; o risco moral, associada a uma negociação na qual o receptor, possuindo uma maior gama de informações, prejudica a concedente ao se desviar da conduta apropriada e; efeito manada, quando agentes adotam postura consensual sobre um tipo de comportamento e seguem numa direção unívoca.

Cético à visão ortodoxa sobre a conta capital, Stiglitz (2000) analisa a alocação dos fluxos financeiros de maneira distinta à dos bens e serviços, pois aqueles contam com um elemento da assimetria de informação, e, além disso, possuem a qualidade de serem pró-cíclicos, ou seja, exacerbam os movimentos de volatilidade na economia. Eichengreen (1998) já apontava para as possíveis incompletudes da abertura ao capital externo, pois a existência de assimetria de informação no mercado culminaria no surgimento da ineficiência econômica. Diante dessa noção de pontos de estrangulamento na recepção de recursos externos, Damasceno (2008) conclui que haveria pré-condições a serem executadas para uma atuação positiva desses na economia: necessidade de uma organização adequada do sistema financeiro; abertura ao comércio internacional e; práticas econômicas em linha com as teorias do *mainstream*.

Eichengreen e Leblang (2003) pontuam haver inúmeras evidências inconclusas sobre liberalização do capital e crescimento econômico. Esses autores pontuam dois canais pelos quais o controle dos fluxos pode influenciar a economia real. Pelo canal direto se manifestaria uma melhor alocação dos recursos, enquanto que pelo canal indireto o quadro econômico como um todo se tornaria menos suscetível a abalos financeiros. Os autores ainda sugerem que o controle permite retornos positivos em períodos de instabilidade financeira, enquanto que seus danos são inferiores aos ganhos em momentos de crescimento econômico estável.

Uma das experiências mais destacadas na literatura econômica acerca do tema é a da Malásia em meio à crise asiática em 1997 ao impor a condição de que os capitais em fuga de sua economia fossem taxados em proporção inversa ao seu período

de estadia. Carvalho e Sicsú (2004) demonstram ceticismo quanto aos aspectos apontados como positivos da liberalização, não entendendo que haja uma auto evidência na efetividade das ações do mercado comparada à atuação do Estado. O posicionamento contra a ideia de liberalização e crescimento econômico se confirma quando da percepção de que há uma incompletude inerente ao sistema financeiro, abrindo espaço para o irracional, e assim a atuação do governo seria no sentido de coordenar e impor regras para a diminuição de incertezas que afetem o lado real da economia.

Quanto ao objeto específico da pesquisa de Carvalho e Sicsú (2004), a economia da Malásia na década de 90 se apresentava aos olhos dos detentores de grandes volumes de capital como um país com elevada probabilidade de retorno sobre o investimento, pois além de apresentar um patamar alto de juros, os números mostravam a estabilidade econômica do país. Os autores destacam dois períodos de atuação do governo malaio no segmento externo da economia.

A primeira participação foi em 1994, quando as medidas de proibição de vendas de ativos com maturidade inferior a um ano por residentes aos não residentes, restrições de transições bancárias e endividamento bancário por não residentes obtiveram o êxito de reduzir maciçamente o fluxo de capital de curto prazo e o passivo externo dos bancos, enquanto os investimentos com prazo maior de maturação não foram afetados. O segundo período abordado, entre os anos de 97 e 98, compreendeu uma situação inversa à primeira, pois o objetivo fora o de evitar a saída de capital da economia e uma desvalorização abrupta da moeda malaia no período, embora a economia apresentasse condições sólidas para crescimento.

Esses movimentos contra a moeda malaia foram ressaltados pelo mercado *off-shore*²⁴ presente em Cingapura, e que para o seu desmonte os bancos do país foram proibidos de negociar em moeda malaia, e a sua repatriação obrigatória foi imposta, além da estipulação de limites para enviar moeda ao exterior. Já em 1999 no intuito de inibir o investimento de portfólio e privilegiar o investimento direto (longo prazo), o governo malaio aplicou a alíquota invertida sobre o capital conforme o tempo de permanência²⁵. Em resumo, Carvalho e Sicsú contrapõem o receituário do FMI à

²⁴ Empresas situadas fora do país de origem do proprietário e que, portanto, respondem a outro regime legal.

²⁵ A combinação dessas medidas com uma política fiscal expansionista não impediu a queda de 6,7% no PIB da Malásia em 1998. A reação do mercado também se direcionou no sentido de cortar a nota de

política econômica adotada pelo governo malaio que a partir de um arcabouço que reuniu câmbio fixo, queda nos juros e expansão dos gastos do governo, proporcionou uma reação mais positiva ao desenvolvimento econômico do país quando comparada a países como Tailândia e Coréia do Sul que adotaram medidas de cunho liberal.

Em estudo sobre as medidas restritivas ao capital externo no Chile durante a década de 90, Valdés e Soto (1996) exploram a diferença entre os controles mais duradouros sobre o fluxo financeiro pelos países latino americanos e sua adoção temporária pelos asiáticos. Nesse estudo sobre os impactos no câmbio real, os autores debatem a importância da medida de *'Encajes No Remunerados (ENR)*²⁶, adotada por governos chilenos desde a década de 70 para a política cambial do país e sua forte coloração de disputa de grupos organizados (sindicatos, rentistas, industriais) envolvendo o *trade-off* indústria competitiva e inflação. Por si só, a política de ENR não foi suficiente para impedir a entrada de capitais especulativos no Chile, sendo necessária a adoção de uma onerosa política de esterilização. Na avaliação dos autores, essa política ineficiente para o câmbio gerou distorções sobre o comércio exterior, transferindo crédito para exportadores e diminuindo a liquidez interbancária, o que impactou negativamente no crescimento chileno frente ao Sudeste Asiático.

Voltando-se então para economias desenvolvidas, Alesina, Grilli e Milesi-Ferretti (1993) exploram a relação entre o controle dos fluxos de capital e as condicionantes políticas e institucionais, e seu impacto sobre crescimento nas economias da OCDE entre 1950 e 1989. Segundo os autores, a imposição de controles seria importante no sentido de primeiramente evitar a volatilidade cambial, pois a sua presença atingiria de forma negativa o lado produtivo da economia devido à impossibilidade de reajustes nos salários e investimentos de longo prazo. Enquanto isso, o setor financeiro teria capacidade de agir rapidamente e se deslocar para segmentos mais rentáveis pelo fato de ser mais maleável. Como o movimento de saída de capital acarreta perda de reservas, o que por vezes, requer um aumento na taxa de juros para a sua recomposição, atribui ao governo a incumbência do controle de capital com a justificativa de diminuir a exposição dos países ao aumento da dívida pública (além do

crédito do país e reduzir o seu grau de investimento com a justificativa de um aumento às ameaças das transações envolvendo o país. Contudo, os autores destacam a reversão rápida do humor do investidor manifestada pela queda dos juros dos títulos malaio ao final de 1999.

²⁶ Exigência de um depósito de 20% do valor do capital entrante, independente do prazo de maturação.

não aumento dos juros, haveria uma nova fonte de receita dada a possibilidade de taxaço) e a exposição de agentes privados com dívidas em outras moedas.

Prasad e Rogoff (2003) destacam o possível efeito *spillover* oriundo do aumento no IDE em setores carentes de poupança interna destinada a setores que exigem recursos financeiros substanciais para o seu desenvolvimento. Os autores defendem a importância de uma sólida organização econômica para a atração de um maior volume de recursos externos, ou seja, a liberalização da conta capital teria ainda efeitos benéficos indiretos à sociedade. Tal pressuposição estimularia estudos, como o de Mendonça e Pires (2006) que verificaram a relação entre a liberalização da conta capital, a disciplina nas políticas adotadas e o debelar da inflação no caso brasileiro.

No caso brasileiro, Franco (2005) discutiu o papel do IDE e seu papel de passivo ou ativo na economia brasileira. O autor entende esse capital como ativo estratégico para a consolidação do setor real da economia. Na mesma linha de raciocínio de Franco, Arida *et al.* (2003) defendem que a não intervenção do governo nos fluxos de capital reduziria a percepção de risco dos agentes, garantindo desse modo maior estabilidade no mercado de câmbio e juros. Carvalho e Garcia (2006), por sua vez, em seu estudo sobre a eficiência do controle e seleção dos capitais entrantes no Brasil na década de 90, revelam que os investidores adotavam medidas²⁷ para evitar os custos impostos pelo controle do governo via Impostos sobre Operações Financeiras (IOF), e que essa ineficiência do controle gera mais custos de supervisão ao país do que benefícios.

Críticos ao processo de abertura irrestrita ao fluxo de capital internacional, Belluzzo e Carneiro (2004) argumentam que a livre entrada de capitais pode gerar mais exposição da economia aos choques, em boa parte motivada pela qualidade distinta das moedas. Farhi (1999) aponta que a aparência benéfica desse fluxo até meados da década de 90 foi completamente revertida com a crise do México em 1994 e o efeito devastador da especulação.

Cardoso e GoldFajn (1998) abordaram em seu estudo a questão da endogeneidade do fluxo de capitais pelas economias na década de 90. Os autores

²⁷ Uma das medidas adotadas pelos agentes participantes desse fluxo de capital foi o 'Blue Chip Swap', na qual um investidor doméstico adquire um ativo estrangeiro e o transfere para uma agência doméstica que possua conta *offshore* no exterior para daí então transferir esses recursos ao país doméstico.

acentuam em suas análises sobre a atuação das autoridades brasileiras a condição de busca irreduzível pelo controle inflacionário e o modo como a combinação de juros elevados e apreciação cambial cumpre papel nefrágico na atuação do Banco Central como política de estabilização. Nesse contexto se destaca a ação em duas pontas pelo Banco Central do Brasil ao garantir segurança institucional ao capital externo a fim de evitar perdas ao mercado financeiro, e por outro lado, o plano de contenção por parte do Banco Central via esterilização desses fluxos de capital por meio da formação de reservas. Essa última política de fortalecimento das reservas internacionais²⁸ desde o Plano Real gerava um oneroso custo fiscal ao Estado dado o diferencial de juros interno e externos, se tornando um fator de pressão pela adoção do controle de capital.

Em sua discussão os autores apontam a década de 90 como um período de retorno desses fluxos (após duas décadas de instabilidade), na qual a queda nos juros dos desenvolvidos e o acordo com credores de dívida soberana criaram condições para animar o capital de curto prazo a migrar para países emergentes. Calvo, Leider e Reinhart (1996) destacam que além do diferencial de juros, fatores internos como a liberalização do mercado e estabilização dos preços atraíram o capital para o Brasil.

O período de cumplicidade do Brasil com a liberdade do fluxo de capital externo se esvai quando da eclosão da Crise Mexicana²⁹ em agosto de 1994, levando as autoridades brasileiras a interromperem o pagamento prévio de empréstimos externos e relaxarem o controle sobre a entrada de capital. Ainda em 1995 o Brasil proibiu a realização de transações de não residentes no mercado futuro e, em uma abordagem mais microeconômica, controlou a posição dos bancos ao exigir uma posição de reserva limite maior no curto e diminuindo no longo prazo.

Por fim, a opinião de Pastore (2005) ilustra de forma concisa a metamorfose pela qual passou o posicionamento de muitos formadores de opinião sobre a liberalização do fluxo de capital. Em entrevista ao jornal Valor Econômico em fevereiro de 2005, o ex-presidente do Banco Central surpreendeu ao dizer que o

²⁸ Se no início da década o montante de reservas não superava US\$ 10 milhões, pós Plano Real esse número chegou a superar a marca dos US\$ 60 milhões.

²⁹ No ano de 1994 a condição social de fome e violência no México gerava temores de uma convulsão social, que somada à elevação da taxa de juros nos EUA culminou na saída de capital do país, culminado no abandono da paridade cambial (forte desvalorização cambial) e enormes perdas para o setor produtivo do país.

governo deveria lançar mão do IOF e assim atenuar a atratividade do *spread* de juros no Brasil pelo capital de curto prazo.

3.2 Tratamento empírico dos Efeitos da Abertura da Conta de Capital

O plano empírico não foge às contradições teóricas, e dependendo da metodologia utilizada as conclusões são divergentes. Para se chegar à conclusão de que o controle sobre a entrada e saída de capital apresenta impactos positivos apenas no curto prazo, não respondendo de forma qualitativa no longo prazo, Cardoso e Goldfajn (1998) construíram um Índice de Conta Capital (ICC) e o inseriram juntamente com as demais variáveis numa modelagem *Vector Auto Regressive (VAR)*. Os autores incluíram *dummies* para captar o efeito da crise mexicana e do plano Real por meio de um VAR estrutural, em que o mecanismo de impulso resposta mostrou que o controle é efetivo no curto prazo na tentativa de inibir a saída de um grande volume de capital, mas tal política de controle não gera efeitos no longo prazo e em crises estruturais.

Em um artigo de 1993 que discute os efeitos econômicos do controle de capital para uma amostra de 61 países, Alesina, Grilli e Milesi-Ferretti (1993) não encontraram evidências empíricas suficientes para assegurar que o controle de capital possui como contrapartida a redução do crescimento econômico, apesar de captarem o efeito dessa política no aumento da inflação. Diferentemente do presente estudo que se utiliza do ICC construído por Chinn e Ito (2010) para avaliar qualitativamente o grau de abertura de um país, os autores se guiaram pelo indicador *Share*³⁰.

Rodrik (1998) pautado na crítica de que os controles levariam a irresponsabilidades macroeconômicas realiza uma avaliação básica de dados econômicos de cem países no período de 1975 a 1989. Ao menos vinte e três países mantiveram no período uma relação passiva de completa liberdade ao fluxo financeiro. Com essa distribuição de países e a partir de um gráfico que a relacionava com o PIB *per capita*, inflação e investimento, o autor não encontrou evidências de que países sem controle de capital cresceram mais, tiveram inflação menor ou investiram mais.

Quinn (1997) sugere que a liberalização da conta capital tem um impacto positivo significativo sobre a liberalização e o crescimento do PIB *per capita*. Nessa

³⁰ Variável *dummy* que assume 1 nos períodos em que esteve presente algum tipo de regulação na conta capital e 0 quando esteve livre das restrições.

mesma linha, Edison *et al.* (2002) analisam a performance do crescimento econômico a partir de uma modelagem de crescimento econômico aumentada, com diferentes variáveis como *proxy* para a abertura da conta capital e liberalização do mercado financeiro. Os autores constataram no tratamento empírico que o efeito positivo da liberalização de capital é maior em economias de países em processo de desenvolvimento do que em países industrializados, especialmente, para os países do Leste Asiático. Em sentido oposto, Klein e Olivei (2000) ao inserirem na regressão o componente do desenvolvimento financeiro dos países, concluem que a liberdade para a mobilidade de capital é eficiente na medida em que os países detenham um sistema financeiro consolidado, o que suporta a ideia de que o livre fluxo de capitais possui efeitos significativos em economias desenvolvidas.

A metodologia utilizada no estudo de Edison *et al.* (2002) foi alvo de críticas por parte de Arteta, Eichengreen e Wyplosz (2001). As críticas partem do que se refere à robustez encontrada pelo estudo de Edison *et al.* (2002), que segundo as estimativas do estudo dos autores possuem resultados sensíveis a uma gama de fatores (os autores citam como exemplo o fato do estudo ponderar os dados pelo PIB *per capita* num determinado período do tempo, o que concedeu maior peso nos resultados da regressão aos países desenvolvidos). Além disso, a exclusão de uma *proxy* correspondente à abertura da conta corrente teria tornado o estudo menos robusto.

Romer (1993) parte de um estudo *cross country* para testar a hipótese de que nações fechadas ao capital externo apresentariam um nível de preços mais elevado. A conclusão do autor vai de encontro à hipótese de uma relação inversa entre abertura da economia e inflação. Também fazendo uso de uma modelagem VAR, Mendonça e Pires (2006) verificaram para o período pós implantação Plano Real que o controle do Fluxo de Capitais está diretamente associado a uma atenuação da pressão inflacionária.

Sobre a utilização de controle do fluxo de capitais no Chile e Colômbia ao longo da década de 90, Valdez-Prieto e Soto (1996) concluíram a partir de um estudo com séries simultâneas que os instrumentos utilizados nesses países contribuíram para alongar a maturidade do capital estrangeiro e inibiram os fluxos de curto prazo, sendo efetivos no combate à volatilidade cambial e na promoção de um ambiente propício ao crescimento da economia chilena e colombiana. Em conclusão similar sobre a economia chilena nesse período, Edwards e Rigobon (2009) utilizaram dados em alta frequência,

elaboraram uma metodologia mais sofisticada, partindo do pressuposto que o controle puro e simples da mobilidade de capital numa nação afeta simultaneamente outras variáveis macroeconômicas indiretamente relacionadas.

Ao testar um dos pilares conceituais dos defensores da abertura da conta capital que corresponde às melhorias na alocação dos recursos, Tófoli *et al.* (2008) aplicaram o Teste q de Tobin e concluem que se por um lado em períodos de abertura da conta capital houve aumento no estoque de recursos das empresas, por meio da elevação do capital acionário, por outro lado os autores não constataram haver essa mesma eficiência entre os setores da economia nacional. Os autores acentuam, dado o resultado empírico, que a insensibilidade dos investimentos das firmas às mudanças no custo de capital abala a visão da eficiência alocativa da abertura da conta capital.

A partir de um modelo dinâmico de dados em painel, Damasceno (2008) sugere uma inexistência entre crescimento econômico e a abertura do fluxo de capitais. Além disso, o autor é taxativo em sua negação no que concerne ao argumento da relação direta entre crescimento econômico devido a uma maior entrada de capital depender do nível do desenvolvimento do sistema financeiro nacional. O autor questiona com isso a ideia de uma necessidade de reformas sequenciais nas finanças de uma economia para que a atuação do livre fluxo de capitais se torne eficaz.

No contexto brasileiro, destaca-se o trabalho de Carvalho e Garcia (2006) que ao construírem um Índice de Conta Capital (ICC) e fazendo uso de um modelo VAR defendem a ineficácia de controle no fluxo de capitais no longo prazo. Ainda sobre os autores, é notória a observação realizada sobre a execução de controle de capitais pelas autoridades competentes do Brasil ter o enfoque nos fluxos de portfólio, ou seja, o debate residiria em torno do combate à volatilidade de curto prazo, não interferindo nos investimentos de maior maturação (IDE).

4 METODOLOGIA E DADOS

4.1 Estrutura Econométrica

Com objetivo de elucidar o problema de crescimento econômico e sua relação com a abertura da conta capital, o estudo adotará um modelo dinâmico de dados em painel. Segundo a abordagem de Bailliu (2000), a taxa de crescimento econômico de uma região pode obedecer ao seguinte modelo:

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = \alpha y_{i,t-1} + \beta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad i = 1, 2, 3, \dots, N \text{ e } t = 1, 2, 3, \dots, N \quad (1)$$

$$\varepsilon_{i,t} = \mu_i + \theta_t + \vartheta_{i,t} \quad (2)$$

Para a equação (1) a variável $y_{i,t}$ representa o log do PIB real per capita do país i no período de tempo t , enquanto $X_{i,t}$ representa o vetor com as seguintes variáveis: Gasto do governo em proporção do PIB, Formação Bruta de Capital Fixo, Comércio Exterior em proporção do PIB, Nível de Concessão e Crédito ao setor privado pelas instituições financeiras, Índice de Preços ao Consumidor, Fluxo de Capital Privado (IDE mais fluxo de portfólio) como proporção do PIB, e o Índice do Controle de Capitais, ou seja, um grupo de variáveis do país i no período de tempo t . A variável $\varepsilon_{i,t}$ representa o erro médio da regressão, com $\varepsilon_{i,t} \sim \text{IID}(0, \sigma^2_\mu)$. Na equação (2), μ_i abrange os componentes não captados por cada país, θ_t constitui os fatores não captados referente ao período do tempo, e $\vartheta_{i,t}$ representa o erro aleatório.

4.1.1 Dados em Painel

Os dados em Painel, segundo Gujarati (2000), constituem um tipo especial de dados combinados no qual há o acompanhamento da mesma unidade *cross-section* numa série de tempo. A utilização dos dados em painel ou dados longitudinais se compreende devido à disponibilidade de dados em corte transversal no período para os grupos de países analisados. Quanto à sua caracterização, a modelagem com dados em painel possui uma gama de vantagens, com destaque para a sua capacidade em permitir o acompanhamento da evolução das variáveis ao longo do tempo, permitindo o uso de um número maior de graus de liberdade e assim agregando qualificação à inferência.

Para Hsiao (1986), os dados em painel possuem a capacidade de controle da heterogeneidade presente nas variáveis sem a necessidade de exclusão e a presença de viés, ou seja, os dados em painel conseguem controlar o efeito de variáveis externas ao modelo. Além disso, o mesmo defende que os dados longitudinais ao permitirem o aumento dos graus de liberdade, implicam diretamente na atenuação da colinearidade entre as variáveis explicativas, o que segundo Marques (2000) se deve justamente à diversificação dos indivíduos.

Entretanto, a metodologia de dados em painel também apresenta as suas limitações. Para Hsiao (2003), o fato das variáveis serem analisadas ao longo do tempo, exige-se uma ampla disposição dessas, inviabilizando por vezes a implementação do método. Outro risco assumido com a utilização do estudo em painel é a arbitrariedade quanto à seleção da amostra, violando o critério de aleatoriedade em sua seleção. Além disso, o histórico da decisão de uma população ao refletirem decisões individuais pode estar correlacionado com as variáveis explicativas, ocasionando possíveis problemas na definição do modelo. Apesar dessas limitações, a pesquisa se utilizará de dados em painel para a verificação do problema dado que as amostras estudadas possuem uma heterogeneidade sensível, além do fato da modelagem permitir o aumento dos graus de liberdade e, portanto, diversificação das amostras.

4.1.2 Método *System-GMM*

A explicação para o uso desse método de estimação reside no fato do mesmo permitir a análise temporal dos dados, captar em sua elaboração aspectos referentes a mudanças temporais, bem como mudanças no comportamento de cada país da amostra. Além disso, seguindo as explanações de Blundell e Bond (1998), a modelagem leva em consideração o comportamento endógeno das variáveis explicativas (nesse caso o conjunto de variáveis inclusas no vetor X). Para imputar dinâmica ao modelo propõe-se inserir a defasagem da variável dependente como explicativa na Equação 1.

$$y_{i,t} = \lambda y_{i,t-1} + \beta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \text{ em que } \lambda = 1 + \alpha \quad (3)$$

Arellano e Bond (1991) propõem então um modelo de variáveis instrumentais, já que a presença da variável defasada $y_{i,t-1}$ na equação 3 resulta em

endogeneidade e viés na modelagem, fator, por sua vez, que impede a estimação por meio do Método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

O primeiro passo no sentido de eliminar o viés dado a superestimação da variável defasada é realizar a transformação em primeira diferença e assim também expurgar o efeito específico de cada país, operação conhecida como *Difference GMM* e que minimiza os efeitos do momento da distribuição. A Equação 3 transformada corresponde:

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = \lambda(y_{i,t-1} - y_{i,t-2}) + \beta(X_{i,t} - X_{i,t-1}) + (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1}) \quad (4)$$

No entanto, a endogeneidade ainda persiste, pois $\Delta y_{i,t}$ é correlacionada com $\Delta \varepsilon_{i,t}$. Para eliminar completamente esse problema da endogeneidade Arellano e Bond (1991) propuseram a utilização de defasagens maiores, a adoção desse procedimento, porém é limitada pelo tamanho da amostra devido à redução dos graus de liberdade. A pesquisa, portanto, reconhece que o tamanho da amostra pode limitar o alcance da solução para o problema estudado. No que se refere aos testes para a averiguação da adequação do modelo, serão utilizadas duas ferramentas: o teste de correlação serial nos termos do erro e o teste de Sargan. A realização desses testes parte do princípio de que a primeira diferença da variável dependente esteja correlacionada com o erro ($\Delta \varepsilon_{i,t}$).

Diante disso, Arellano e Bond (1991) argumentaram que na hipótese dos termos do erro ($\Delta \varepsilon_{i,t}$) não serem autocorrelacionados, os valores defasados de $y_{i,t}$ seriam instrumentos válidos. O modelo GMM teria então que obedecer a seguinte condição:

$$E [y_{i,t-\eta} \Delta \varepsilon_{i,t}] = 0, \text{ com } \eta \geq 2, t = 3, \dots, T \quad (5)$$

Para o teste de correlação nos termos do erro, a hipótese nula considera a inexistência da correlação serial no erro. No teste para a condição dos momentos no GMM é interessante notar que a primeira diferença do ruído branco é necessariamente autocorrelacionada. Com isso, a preocupação deverá residir na aceitação da hipótese nula para o exame da presença de autocorrelação de segunda ordem. O Sargan teste, por sua vez, tem em sua hipótese nula a afirmativa de que os instrumentos utilizados não são correlacionados com o erro ($\varepsilon_{i,t}$).

4.2 Dados

Esse tópico tem a preocupação estrita de apontar a *Proxy* dos dados que representarão as variáveis na modelagem econométrica. Os dados foram coletados junto ao Banco Mundial. No aspecto da ordem de relacionamento entre as variáveis, se direta ou indiretamente, apresenta-se mais um horizonte de desafio para esse estudo. A Tabela 2 a seguir apresenta as variáveis e as suas respectivas *proxies*.

TABELA 2 - Variáveis e *Proxies*

Variável	Proxy
Renda	PIB <i>per capita</i>
Governo e Atuação Macroeconômica	Gastos do Governo / PIB
Investimento	Formação Bruta de Capital Fixo / PIB
Grau de Abertura da Economia	(Soma de Importações e Exportação) / PIB
Desenvolvimento do Sistema Financeiro	Volume de Crédito ao Setor Privado / PIB
Estabilidade Macroeconômica	Índice de Preços ao Consumidor
Fluxo de Capital Privado	(Saldo do IDE e Investimento em Portfólio) / PIB
Atuação do Governo no Controle de Capitais	Índice do Controle de Capitais

Fontes: Elaboração Própria

A escolha do PIB *per capita* como variável dependente pauta-se na abordagem de que o desenvolvimento de uma nação passa também pelo aumento da renda de seus cidadãos. A modelagem econométrica objetiva representar a possibilidade de eficácia na alocação dos recursos privados dada a liberalização ou obstrução desses fluxos inserindo como variáveis endógenas a atuação do governo via Índice de Controle de Capitais (ICC)³¹ e o Fluxo de capital privado. A participação do Estado na economia e sua interação com o desenvolvimento econômico serão mensuradas pela participação dos gastos do governo no PIB. A estrutura privada das economias poderá ser captada pelo volume de empréstimos bancários concedidos ao setor privado. O modelo é complementado pelas variáveis de abertura comercial, investimento e a estabilidade de preços. Por último, outro ponto a ser salientado é que pelo fato de utilizar as variáveis ponderadas pelo PIB *per capita* num estudo de dados em painel decorre a presença de multicolinearidade significativa entre as variáveis, insuficientes, no entanto, para distorcer os resultados.

³¹ Índice qualitativo desenvolvido por Chinn e Ito para avaliar o grau de abertura da conta capital dos países, cuja abordagem se utiliza de uma variável *dummy* para tabular restrições impostas na economia, de acordo com o relatório anual do FMI. Com escala de 0 a 4, economias mais abertas possuem o valor do índice mais elevado.

5 RESULTADOS E DISCUSSÃO

A partir do método elaborado por Arellano e Bond (1991) foram obtidos os resultados expostos nas tabelas a seguir. Para o cumprimento de alguns dos objetivos propostos (geral e específico) foram realizadas ao todo oito regressões. Essas regressões se dividem em dois blocos, um que considera a variável *proxy* para a abertura de capital o ICC, e outro que utiliza a variável Capital externo (Soma do IDE, Investimento em Portfólio em proporção do PIB) para explicar essa relação. Na Tabela 3 registram-se os resultados das regressões dos países emergentes e dos desenvolvidos, enquanto na Tabela 4 são expostos os dados da subdivisão dos emergentes entre América Latina e Sudeste Asiático. A variável dependente utilizada nas regressões corresponde ao Logaritmo Natural (Ln) do PIB *per capita*, e as variáveis utilizadas estão em primeira diferença (exceto aquelas destacadas nas tabelas).

TABELA 3 - Painei Dinâmico para países Emergentes e Desenvolvidos

Variáveis Explicativas	Emergentes		Desenvolvidos	
	(i)	(ii)	(i)	(ii)
Ln do PIB per capita (-1)	0,2468* (-0,0353)	0,2550* (-0,0355)	0,5078* (-0,0340)	0,6835* (-0,0378)
Formação Bruta de Capital Fixo / PIB	0,0065* (-0,0004)	0,0064* (-0,0004)	0,0051* (-0,0004)	0,0060* (-0,0004)
Gastos do Governo / PIB	-0,0055* (-0,0136)	-0,0057* (-0,0137)	-0,0119* (-0,0013)	-0,0045* (-0,0007)
(Soma de Importações e Exportações) / PIB	-0,0231*** (-0,0128)	-0,0281** (-0,0130)	0,0567* (-0,0148)	0,0889* (-0,0164)
Volume de Crédito ao Setor Privado / PIB	-0,0004* (-0,0001)	-0,0004* (-0,0001)	-0,0001* (0,0000)	-0,0001** (0,0000)
Índice de Preços ao Consumidor	-7,05e-06** (-0,0000)	-7,71e-06** (-0,0000)	0,0007*** (-0,0003)	0,0098* (-0,0004)
Índice de Controle de Capitais (ICC)	0,0081* (-0,0034)	--	-0,0078* (-0,0032)	--
(Saldo do IDE e Investimento em Portfólio) / PIB	--	0,0894* (-0,0292)	--	-0,0165 (-0,0126)
Número de Observações	476	476	353	353
Arellano Bond Teste - <i>valor p</i> AR(1)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Arellano Bond Teste - <i>valor p</i> AR(2)	0,1916	0,4022	0,2189	0,1291
Teste de Sargan - <i>valor p</i>	0,1260	0,1926	0,1959	0,2735

Fonte: Elaboração própria

. Em parênteses, os desvios de cada variável;

. *, **, ***, variáveis significativas em 1%, 5% e 10%, respectivamente;

. Em Negrito variáveis em segunda diferença.

Com relação ao aspecto meramente estatístico, as regressões demonstram que o coeficiente associado à variável defasada do Ln do PIB em um período é estatisticamente significativa ao nível de 1% para ambas as amostras. A defasagem do

crescimento do PIB *per capita* contribui positivamente para os dois grupos de países. A variável Investimento se mostrou altamente significativa e positiva, contudo não se pode notar grande diferença na magnitude de sua influência sobre economias emergentes e desenvolvidas. Das variáveis que segundo as regressões apontaram para a redução do crescimento do PIB *per capita* se destaca a participação dos gastos do governo no PIB de cada país, sendo estatisticamente significativa ao nível de 1% para ambas as amostras.

As demais variáveis apresentaram comportamentos dissonantes em cada amostra. A variável que capta a relevância da abertura da economia ao comércio internacional, segundo o nível de transações de mercadorias exportadas e importadas em relação ao PIB, responde positivamente para o crescimento do PIB *per capita* nos países desenvolvidos, enquanto que nos emergentes uma maior abertura da economia implicaria em menor crescimento. Na variável crédito observa-se essa mesma relação direta para os países desenvolvidos, e indireta para os emergentes em relação ao crescimento do PIB *per capita* ao nível de 1%. A elevação do nível de preços, segundo as regressões, é capaz de contribuir para a geração de crescimento nos países desenvolvidos e destruí-lo nos países emergentes ao nível de significância de 10%.

As duas variáveis restantes abrangem a questão central da pesquisa que corresponde à liberalização da conta capital e seus efeitos. As regressões (i) incorporam a variável ICC. A soma do fluxo de IDE e portfólio em relação ao PIB (Capital Externo) substitui o ICC nas regressões (ii). Não se notam grandes alterações no comportamento das demais variáveis quando da utilização do ICC ou Capital Externo e, além disso, essas duas variáveis explicativas se comportam de modo similar quando utilizadas. A abordagem empírica mostrou que para os países desenvolvidos uma maior liberdade ao fluxo de capital leva esses países a um menor crescimento da economia. Para os emergentes as regressões apontaram que o aumento do fluxo de capital para esse bloco de países contribui positivamente com o crescimento da economia. Por fim, os testes de autocorrelação serial rejeitaram a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeiro grau (como esperado) e não rejeitaram a hipótese nula de ausência de autocorrelação de segundo grau nas quatro regressões. Os testes de Sargan, por sua vez, não rejeitaram em todas as regressões a hipótese nula de que a especificação e utilização dos instrumentos são válidas.

A Tabela 4 expõe as estatísticas das regressões dos subgrupos do bloco de países emergentes. De início se constata que ao contrário da comparação entre emergentes e desenvolvidos, o comportamento das variáveis para países da América Latina e do Sudeste e Leste Asiático não divergem com relação à direção, mas sim em relação à magnitude do efeito sobre o crescimento do PIB *per capita*.

TABELA 4 - Painel Dinâmico para os subgrupos dos Emergentes

Variáveis Explicativas	América Latina		Sudeste e Leste Asiático	
	(i)	(ii)	(i)	(ii)
Ln do PIB <i>per capita</i> (-1)	0,2225* (-0,0466)	0,3648* (0,0355)	0,5360* (-0,0563)	0,5705* (-0,0574)
Formação Bruta de Capital Fixo / PIB	0,0077* (-0,0007)	0,0039* (-0,0005)	0,0039* (-0,0004)	0,0039* (-0,0005)
Gastos do Governo / PIB	-0,0051* (-0,0015)	-0,0039** (-0,0016)	-0,0125* (-0,0029)	-0,0135* (-0,0029)
(Soma de Importações e Exportações) / PIB	-0,1344* (-0,0370)	-0,0724*** (-0,0386)	-0,0193 (-0,0144)	-0,0317** (-0,0153)
Volume de Crédito ao Setor Privado / PIB	-0,0004** (-0,0001)	-0,0004** (-0,0010)	-0,0007* (-0,0002)	-0,0008* (-0,0002)
Índice de Preços ao Consumidor	-6,73e-06** (-0,0000)	-7,57e-06** (-0,0000)	-0,0008** (-0,0004)	-0,0007*** (-0,0004)
Índice de Controle de Capitais (ICC)	0,0083** (-0,0039)	--	0,0128** (-0,0064)	--
(Saldo do IDE e Investimento em Portfólio) / PIB	--	0,0841*** (-0,0468)	--	0,1322* (-0,0399)
Número de Observações	301	301	175	175
Arellano Bond Teste - valor p AR(1)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Arellano Bond Teste - valor p AR(2)	0,8802	0,6643	0,1137	0,5580
Teste de Sargan - valor p	0,2696	0,1840	0,4099	0,6666

Fonte: Elaboração Própria

. Em parênteses, os desvios de cada variável

. *, **, ***, variáveis significativas em 1%, 5% e 10%, respectivamente.

. Em Negrito variáveis em segunda diferença.

As variáveis que elevam o crescimento do PIB *per capita* nesses subgrupos dos emergentes são: a própria defasagem do Ln do PIB, o Investimento e as variáveis que qualificam a abertura ao fluxo de capital externo. Esse conjunto de variáveis obteve nível de significância de ao menos 10%. Os países da América Latina obtiveram uma menor parcela de contribuição relativa oriunda dos fluxos de capital externo para o crescimento de seu PIB *per capita* comparado aos asiáticos, com destaque para uma magnitude expressiva do benefício da abertura da conta capital quando se utiliza a variável Capital Externo como explicativa.

No campo das variáveis com contribuição negativa para o crescimento do PIB *per capita* têm-se os gastos do governo, o nível de preços, o crédito ao setor

privado, e comércio de bens e serviços, apesar de que para essa última não foi possível identificar significância para o bloco dos países asiáticos. Nessa direção chama atenção a expressiva participação negativa do comércio externo nos países da América Latina em relação às demais variáveis. Essas quatro últimas regressões também revelaram adequação dos modelos a partir dos testes de Sargan e de Arellano e Bond.

Na discussão sobre o tamanho do governo e crescimento econômico suscita extensa literatura sobre a produtividade do gasto público. Uma das maneiras de analisar essa questão é por meio da avaliação direta entre crescimento dos gastos do governo e da economia. Os resultados obtidos nesse estudo vão no sentido de que o aumento na participação dos gastos do governo torna a economia menos produtiva tanto em países emergentes como desenvolvidos. Essa redução do crescimento dado uma maior participação dos gastos do governo na economia corrobora com algumas das teorias neoclássicas surgidas na segunda metade do século XX e que defendiam, em meio ao cenário de estagflação no mundo, o fim do intervencionismo do governo na economia.

O ganhador do Prêmio Nobel de 1986 James Buchanan (1980) que destacou as limitações da alocação dos recursos pelo Estado em sua Teoria da escolha pública, elaborando o termo ‘Falhas de Governo’ em contraponto às falhas de mercado. Segundo o autor, a distorção e limitação do bem-estar provem de atividades improdutivas e que procuram renda, como o comportamento de empresas estatais, corrupção e nepotismo. Empiricamente, Schimitz (1996) defende que a participação do governo via altos gastos públicos, receita tributária e empresas estatais está ligada diretamente a países com baixa produtividade e trajetória de crescimento. Além da ineficiência dos gastos, outra possível explicação seria a existência do efeito *crowding-out*. Nesse efeito a alta participação dos gastos do governo na economia demandaria o aumento da carga tributária e corte de investimento público para a manutenção do equilíbrio orçamentário. A redução de gastos com infra estrutura combinada com a elevação de tributos resultariam no aumento de custos para o setor privado, implicando em menor investimento e consumo privado, e portanto, diminuição da demanda agregada.

Assim como a variável gastos do governo, a participação do crédito ao setor privado no PIB apresentou relação inversa com o crescimento da economia. Em

pesquisa aplicada ao cenário brasileiro, Marques e Porto (2004) pontuam que há uma interação inconclusiva entre crescimento econômico e desenvolvimento financeiro. Entre as teorias prementes nesse debate, a defesa de Krugman (1996) de que por motivo das crises financeiras periódicas a participação mais ativa do crédito no PIB atuaria como um entrave ao crescimento econômico surge como uma resposta plausível aos resultados obtidos no estudo atual.

No que se refere à inflação, o comportamento dispare em desenvolvidos e emergentes remete a discussão sobre a política econômica mais adequada de acordo com a estrutura da economia de cada país. Se para desenvolvidos políticas econômicas fiscais e monetárias mais agressivas que elevem o nível de preços seriam capazes de contribuir para o crescimento da economia, nos emergentes a combinação de uma inflação fora de controle durante décadas reduziram o potencial de crescimento. Portanto, políticas com viés inflacionário que privilegiem o crescimento econômico seriam bem vindas em países com estruturas institucionais e de mercado amadurecidas. Já em países emergentes, com economias indexadas e presença de forte memória inflacionária, essas políticas teriam impactos menores, limitados pelo possível viés inflacionário. Apesar disso, não se descarta a possível distorção gerada pelo fato do período em análise dos emergentes (principalmente América Latina) abranger anos de hiperinflação em alguns países.

Na esteira dos apoiadores da liberalização da economia, a abertura dos países ao fluxo internacional de mercadorias também produziu resultados opostos para desenvolvidos e emergentes. A argumentação de Edwards (1994) segundo a qual as políticas de liberalização deveriam ser revertidas para combater os pontos negativos do protecionismo na América Latina não corrobora com essa pesquisa. O aumento da exposição das economias emergentes ao mercado externo, por meio da participação das exportações e importações no PIB, levaria a uma redução do crescimento desses países, em sintonia com as ideias do estudo de Rodrik e Rodriguez (1999). Esses autores ao não encontrarem evidências de que a abertura comercial fosse capaz de gerar *pó si só* crescimento econômico, prezam pela necessidade das reformas serem complementadas com a melhor qualificação do capital humano. Nesse sentido, o resultado positivo obtido para os países desenvolvidos se enquadra, já que esses países têm como um dos pilares de suas economias a alta produtividade de sua mão de obra.

No que se refere à análise do fluxo de capital estrangeiro, a hipótese inicial de que a política de liberalização da conta de capital não produziria efeitos positivos (relação indireta) sobre crescimento econômico foi refutada. As duas variáveis *proxies* utilizadas separadamente para captar a importância do grau de abertura dos países ao fluxo de capital externo (variável ICC e Capital Externo) apresentaram resultados que se confirmaram, com a única diferença de o ICC ter atenuado a magnitude do efeito do fluxo de capital sobre o crescimento da economia. Diferentemente do estudo de Eichengreen (1998), seria justamente a imposição de regulamentações que impedem a entrada de fluxo de capital as responsáveis por gerar assimetrias no mercado, e assim contribuir negativamente para o crescimento das nações.

No arcabouço dos países emergentes o que se constatou foi a presença de uma interação positiva entre abertura da conta capital, aumento do IDE e investimento em portfólio com a elevação do PIB *per capita*. Esse resultado indica que a teoria de alocação ótima dos recursos se enquadra no caso dessa amostra. Em linha com o estudo de Prasad e Rogoff (2003) sobre o efeito de *spillover* do IDE sobre a economia, detentores de capital superavitários em países com baixo retorno em juros transfeririam seus recursos aos países emergentes (capital escasso), e assim, tanto poupadores diversificariam seus riscos, como esses países adquiririam poupança para financiarem seu crescimento. Controle de capital nesse grupo de países poderia reprimir a oferta de recursos aos agentes produtivos da economia, como também concluiu Forbes (2005).

Esse seria o movimento primordial na relação entre abertura capital e crescimento econômico e se somaria também ao fato de que a liberalização financeira traria consigo maior responsabilidade para a qualificação da administração pública, sendo esse mais um requisito para um país ser postulado como atrativo ao investidor externo. Portanto, em linha com os resultados, a abertura da conta de capital contribui para o crescimento do PIB *per capita*.

Os autores Edison *et al.* (2002) encontraram evidências nessa mesma direção. Aliás, em suas regressões os autores além de destacarem o efeito positivo da liberalização de capital sobre a economia dos emergentes, notam que esse efeito se dá com maior intensidade para o leste asiático. Como mostrado na Tabela 4, os coeficientes obtidos nas regressões são relativamente maiores nos países asiáticos em

comparação aos da América Latina para a amostra dos emergentes. Uma possível explicação seria alocação do capital estrangeiro em atividades produtivas novas nos países da Ásia, enquanto na América Latina estes recursos estiveram muito mais associados à compra de ativos produtivos já existentes, e em setores com menor capacidade de difusão de crescimento (serviços e indústrias associadas às atividades primárias).

Em relação a esse tema, Palma (2004) defende que o avanço da liberalização continuada e administrada nos países asiáticos ao exterior se orientou intuito de atrair recursos externos para as atividades produtivas, o que logicamente propiciou crescimento econômico. Apesar dessa dimensão produtiva menor, a abertura ao capital externo para a América Latina é positiva ao servir como elemento complementar à poupança para o investimento público e privado em anos de crescimento do PIB *per capita*. Em resumo, a situação dos países emergentes parece demonstrar que uma política no sentido de atrair capital externo é positiva, tendo esse movimento intensificado nos casos de direcionamento desses fluxos às atividades produtivas.

Finalmente, o resultado mais intrigante obtido com as regressões foi a que corresponde à amostra dos países desenvolvidos. O resultado aponta para uma relação inversa entre crescimento econômico e abertura da conta de capital. As diferenças no período e países que compõem a amostra podem influenciar nos resultados obtidos por outros estudos. Nesse estudo optou-se por restringir a amostra dos países desenvolvidos àqueles apontados com alto grau de desenvolvimento, ou seja, as regressões abrangem o G10³², mais Noruega, Finlândia e Dinamarca. Apesar disso, a explicação mais plausível para esse resultado do conjunto de países desenvolvidos residiria nas restrições do modelo, especialmente em sua composição.

Historicamente um maior crescimento das economias emergentes depende de modo sensível à dinâmica dos países centrais. Em períodos de crescimento nos países desenvolvidos, no qual fatores negativos endógenos à economia dos emergentes não se sobrepuseram aos componentes benéficos da economia externa, se observa que os agentes compram risco, deslocando seus recursos para as economias

³² G10 (Grupo dos Dez): Alemanha, Bélgica, Canadá, EUA, França, Itália, Japão, Holanda e Reino Unido, Suécia e Suíça.

emergentes que oferecem maior retorno. Esse mesmo raciocínio se aplicaria à situação oposta, ou seja, crises oriundas em países desenvolvidos causariam choques nos países emergentes criando um ambiente de baixo crescimento global, levando investidores à procura de investimentos mais seguros nos países centrais. Esse processo está em linha com o fato de o modelo apontar que uma ação no sentido de restringir o fluxo de capital e uma menor entrada de capital externo nos desenvolvidos tem como reflexo maior crescimento econômico. Apesar de essa dinâmica corroborar com os resultados obtidos, a ausência de uma variável para captar o risco presente em cada economia, bem como a utilização de um modelo com relação temporal contemporânea³³ são fatores que limitam a consistência desse tipo de conclusão.

³³ A inclusão de variáveis defasadas não se mostrou significativa.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES

A obtenção de recursos teóricos e a estruturação de um modelo empírico permitiram ao estudo obter as seguintes conclusões acerca do fluxo de capital e crescimento econômico entre anos de 1980 e 2010: 1) Existe relação entre uma maior abertura da conta de capital, aumento do fluxo de IDE e de investimento em portfólio com o crescimento econômico para o bloco dos países emergentes; 2) Para os países desenvolvidos um volume maior de entrada de fluxo de capital externo significa implicações negativas para o crescimento econômico; 3) Entre os emergentes, pode-se dizer que a abertura da conta capital implica em impacto positivo mais intenso sobre os países do leste asiático do que em relação ao latino americanos.

As considerações citadas anteriormente corroboram com uma das teses do arcabouço da Teoria Microeconômica Neoclássica que é o da Alocação Eficiente dos Recursos. Nesse sentido a poupança em nações superavitárias (desenvolvidos) migraria para locais de poupança escassa (emergentes) de forma a financiar o crescimento desses últimos. Essa conclusão refuta a hipótese inicialmente lançada pela pesquisa de que o fluxo de capital externo em nada agregaria ao crescimento dos países. Contudo, o fato da pesquisa utilizar variáveis seguindo uma relação contemporânea, a não inserção de uma variável de risco no modelo, além da intensa dependência das economias emergentes ao andamento das economias desenvolvidas restringem a consistência nas conclusões.

Num segundo momento, cumprindo com os demais objetivos propostos pela pesquisa, preocupou-se em qualificar o efeito da abertura ao capital estrangeiro segundo a própria pluralidade existente no bloco dos países emergentes. A discussão apurada sobre o papel dos desse fluxo de capital nos emergentes, bem como o modo de atuação das autoridades econômicas latino americanas, asiáticas, ou mais especificamente brasileiras e chinesas, norteou a interpretação dos resultados que apontaram para magnitudes distintas do efeito da abertura da conta capital nos emergentes.

Como se pôde constatar, apesar do capital estrangeiro ser positivo para a América Latina no esforço de elevar a poupança para o crescimento e ter cumprido papel fundamental para a estabilização monetária, a atuação da política econômica dos países asiáticos em priorizar investimentos produtivos intensifica a dinâmica do

crescimento em seus países. Seguindo esse raciocínio, o estudo sugere que uma política de abertura da conta capital, acompanhada de medidas que incentivem o fluxo de recursos externos a atividades de maior dinamismo e produtividade (indústria, especialmente), é mais eficaz do que controle de capital sobre os fluxos, ou mesmo sua inserção no setor de serviços (menor produtividade). Portanto, a questão relevante para as autoridades de países emergentes parece migrar da simples política do controle de capital, para a criação de mecanismos de sinalização e eleição de prioridades junto aos agentes econômicos detentores dos recursos.

Além dos objetivos centrais propostos por essa pesquisa, o modelo encontrou alguns resultados interessantes, que apesar de fugirem ao estudo mais aprofundado, mereceram alguma discussão. O aumento dos gastos do governo, segundo o modelo, implica em menor crescimento da economia, corroborando com a ideia de aumento da ineficiência estatal sobre a economia. No front inflacionário, políticas que visem o crescimento da economia em detrimento da inflação parecem ser eficazes apenas aos países desenvolvidos. A ampliação do sistema financeiro vai de encontro à tese de que esse movimento é criador de maior instabilidade, contribuindo negativamente para o crescimento do PIB *per capita*. O modelo indica que as autoridades de países emergentes deveriam estar mais preocupadas com o nível de abertura junto ao comércio internacional de mercadorias.

No que se refere à modelagem, a utilização da abordagem de Arellano e Bond (1991) para dados em painel possui suas limitações. A principal delas é a de que a exigência de variáveis diferenciadas tem como consequência direta a diminuição dos graus de liberdade e robustez. Além dessa limitação inerente ao modelo, a *proxy* ICC que capta o grau de abertura da conta capital de uma economia possui principalmente duas restrições: a construção do índice é discricionária, não havendo uma metodologia formal pelo FMI para atribuição de nível de restrição ou abertura à uma política adotada no *front* externo; a série possui uma ‘quebra estrutural’ a partir de 1996 quando a composição do índice foi modificada. À parte essas limitações, os resultados obtidos encontram correspondência em pesquisas sobre o mesmo tema realizadas anteriormente.

Por último cabe destacar que além de ter na própria modelagem um ponto de limitação, o estudo abriu espaço também para a discussão dos limites entre a relação crescimento e desenvolvimento econômico. Após uma revisão de literatura,

optou-se pela adoção de uma interação indistinta entre esses dois conceitos. Assumiu-se crescimento econômico como algo positivo, a ser buscado pelas autoridades, tendo no PIB *per capita* o seu representante. Diante disso, há o reconhecimento da existência de limitações em um trabalho que aborda a discussão sobre o crescimento econômico. Existe nesse meio, portanto, a possibilidade de mais discussões que avancem no tema da liberalização da conta capital e do crescimento econômico, de um lado considerando outros parâmetros que captem o desenvolvimento das nações, e de outro, pesquisas que integrem às suas análises as diferenças presentes entre capital estrangeiro de curto e longo prazo.

7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKAMATSU, K. **A historical pattern of economic growth in developing countries.** The Developing Economies, v.1, n.1, Mar/Ago 1962. Disponível em: <http://www.ide-jetro.jp/English/Publish/Periodicals/De/pdf/62_01_02.pdf>. Acesso em: 10 fev. 2013.

ALESINA, A. et al. **The Political Economy of Capital Controls.** NBER Working Papers. National Bureau of Economic Research, 1993. Disponível em : <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=227033>. Acesso em: 12 mar. 2013.

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

ARIDA, P.; BACHA, E.; LARA-RESENDE. A. **High interest rates in Brazil: conjectures on the jurisdictional uncertainty'** (mimeo), 2003. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/pdf/seminario/2004/Paper%20Edmar%20Bacha.pdf>>. Acesso em: 10 fev. 2013.

ARTETA, C.; BARRY, E.; WYPLOSZ, C. **On the Growth Effects of Capital Account Liberalization**, (unpublished; Berkeley, California: University of California), 2001.

Articles of Agreement of the International Monetary Fund (IMF) - Article VI. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/#art6>>. Acesso em: 20 abr. 2013.

BAER, M. et al. **Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional.** *Economia e Sociedade*, n. 4, junho, 1995. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=425&tp=a>>. Acesso em: 01 fev. 2013.

BELLO, O.; HERESI, R. **El auge reciente de precios de los productos básicos en perspectiva histórica.** Serie Macroeconomía del desarrollo N° 71. s.l.: CEPAL, 2008. Disponível em: <<http://www.eclac.cl/cgibin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/8/35298/P35298.xml&xsl=/de/tpl/p9f.xsl>>. Acesso em: 10 out. 2012.

BELLUZZO, L. G. & CARNEIRO, R. (2004). **O mito da conversibilidade**. Revista de Economia Política, vol.24, n.2 (94), abr-jun/2004.

Disponível em: <http://www.iececon.net/arquivos/publicacoes_16_754776450.pdf>. Acesso em: 01 dez. 2012.

BELLUZZO, L. G. de M.; TAVARES, M. C. **Desenvolvimento no Brasil: relembando um velho tema**. In: BIELSCHOWSKY, R.; MUSSI, C. (orgs.). Políticas para a retomada do crescimento: reflexões de economistas brasileiros. Brasília: IPEA, 2002.p.151.Disponível em:<<http://www.eclac.org/brasil/publicaciones/sinsigla/xml/2/10492/PolRetCresc.pdf>>. Acesso em: 20 dez. 2012.

BUCHANAN, J. **Rent Seeking and Profit Seeking**. In: J. Buchanan, R. Tollison and G.Tullock, *Toward a Theory of the Rent Seeking Society*. College Station, TX : Texas A&M University Press, 1980.

CARDOSO, E.; GOLDFAJN, I. **Capital Flows to Brazil: endogeneity of capital controls**. IMF Staff Papers, V.45, n. 1, 1998, p. 161-202.

Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp97115.pdf>>. Acesso em: 15 jun. 2012.

CARNEIRO, R. **Commodities, choques externos e crescimento: reflexões sobre a América Latina**. Macroeconomia Del desarrollo. Série 117. Janeiro de 2007. Disponível em:<http://www.iececon.net/arquivos/Commodities_choques_externos_crescimento.pdf>. Acesso em: 01 mar. 2013

CARVALHO, B.S.M.; GARCIA, M.G.P. **Ineffective controls on capital inflows under sophisticated financial markets: Brazil in the nineties**. NBER Working Paper 12.283,mai/2006.

Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w12283.pdf?new_window=1>. Acesso em: 15 mar. 2013.

CARVALHO, F; SICSÚ. J. **Teorias e Experiências de Controle do Fluxo de Capitais: Focando o caso da Malásia**, 2004. Disponível em:

<http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/teorias_e_experiencias_de_controles_do_fluxo_de_capitais.pdf>. Acesso em: 08 set. 2012.

CORSI, Francisco. L. **Crise do capitalismo e reestruturação da economia mundial**. As estratégias de desenvolvimento na América Latina. 2010. Disponível em: <<http://www.iseg.utl.pt/aphes30/docs/progdocs/FRANCISCO%20LUIZ%20CORSI.pdf>>. Acesso em: 15 mar. 2013.

CHESNAIS, F. **O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos**. In: CHESNAIS, F. (org.). *As finanças mundializadas: raízes sociais e políticas, conseqüências*. São Paulo: Boitempo, 2005. p.35-67.

CUNHA, S.F.; XAVIER, C.L. **Fluxos de investimento direto externo, competitividade e conteúdo tecnológico do comércio exterior da China no início do século XXI**. *Revista de Economia Política* 30 (3), 2010.

Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v30n3/a08v30n3.pdf>>. Acesso em: 15 mar. 2012.

DAMASCENO, A. O. **Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico**. *Revista Economia Política*, São Paulo: Centro de Economia Política v.28, n.4, (dez. 2008), p.595-611. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v28n4/v28n4a04.pdf>>. Acesso em: 15 mar. 2012.

EDISON, H. J. et al. **Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis**. Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Working Paper 9100, 2002. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02120.pdf>>. Acesso em: 12 set. 2012.

EDWARDS, S. **Trade and industrial policy reform in Latin America**. Washington, D.C.: World Bank, 1994. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w4772>>. Acesso em: 15 mar. 2013.

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

EICHENGREEN, B.; LEBLANG, D. **Capital Account Liberalization And Growth: Was Mr. Mahathir Right?**, *International Journal of Finance and Economics*, 2003, v8(3,Jul), 205-224. Disponível em: <<http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/research/leblang3feb19-03.pdf>>. Acesso em: 11 nov. 2012.

FARHI, M. **Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem**. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, 1999.

Disponível em: < http://www.iececon.net/arquivos/publicacoes_23_3961167024.pdf>. Acesso em: 12 fev. 2013.

FRANCO, G. H. B (2005). **Investimento Estrangeiro Direto (IDE) no Brasil 1995-2004: “passivo externo” ou “ativo estratégico?.** *Revista Política Internacional*, 15.04.2005. Disponível em: <http://www.econ.pucrio.br/gfranco/CIDEC_IDE%20no%20Brasil.PDF>. Acesso em: 15 mar. 2013.

JESUS, J. **Desenvolvimento econômico no Leste e no Sudeste Asiático, na segunda metade do século XX**. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 27, n. 1, p. 179-206, maio 2006. Disponível: <<http://www.revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/download/2116/2498>>. Acesso em: 15 dez. 2012.

KRUGMAN, P. **Cycles of Conventional Wisdom on Economic Development**. *International Affairs*; v.72. 1996.

LICHTENSZTEJN, S.; BAER, M. **Fundo monetário internacional e banco mundial: estratégias e políticas do poder financeiro**. São Paulo: Editora Brasiliense, 1987.

MARQUES JR.; T. E. e PORTO JR., S. S. **Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico no Brasil – Uma avaliação econométrica**. PPGE/UFRGS. Trabalho para Discussão. No. 11. 2004. Disponível em: <http://www.ufrgs.br/PPGE/pcientifica/2004_11.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2013.

MARTELLO, A. **IOF sobe para 6% para empréstimos no exterior de até dois anos**. *O Globo*. 06 abril de 2011. *Economia*. Disponível em:

<<http://g1.globo.com/economia/noticia/2011/04/governo-sobe-prazo-de-iof-maior-para-emprestimos-no-exterior-para-2-anos.html>>. Acesso em: 11 jun. 2012.

OECD (2011), **Divided We Stand**. Why Inequality Keeps Rising. Disponível em: <http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/social-issues-migration-health/the-causes-of-growing-inequalities-in-oecd-countries_9789264119536-en>. Acesso em: 11 mai. 2013.

PALMA, G. **Gansos voadores e patos vulneráveis**: a diferença da liderança do Japão e dos Estados Unidos, no desenvolvimento do Sudeste Asiático e da América Latina. In: FIORI, José Luís (Org.). O Poder Americano. Petrópolis: Vozes, 2004.

PEREIRA, L. C. B. (1991). **La crisis de America Latina**: consenso de Washington o crisis fiscal? Pensamento Iberoamericano, Madrid, n.19. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/papers/1991/91-AcriseAmericaLatina.pdf>>. Acesso em: 15 dez. 2012.

_____. **Do antigo ao novo desenvolvimentismo na América Latina**. In Desenvolvimento Econômico e Crise, Delorme Prado, Luiz Carlos (org.), D'Aguiar, Rosa Freire (Editora), Contraponto Editora, Rio de Janeiro, 2012. pp. 37-65. Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/papers/2012/12.Do_antigo_ao_novo_desenvolvimentismo.pdf>. Acesso em: 14 jan. 2013.

_____. **Notas para uso em curso de desenvolvimento econômico na Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas**. Versão de junho de 2008. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/Papers/2007/07.22.CrescimentoDesenvolvimento.Junho19.2008.pdf>> Acesso em 15 jun. 2012

PROGRAMA DAS NAÇÕES UNIDAS PARA O DESENVOLVIMENTO - PNUD. **Relatório de desenvolvimento humano 2011**: Conceito e medida do desenvolvimento humano. Disponível em: <http://hdr.undp.org/en/media/HDR_2011_PT_Complete.pdf>. Acesso em: 08 jan. 2012.

PRASAD, E. et al. **Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence.** International Monetary Fund, 2003. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf>>. Acesso em: 15 jan. 2012.

QUINN, D. **The Correlates of Change in international Financial Regulation.** American Political Science Review, vol. 91, nº 3, p. 531-551, 1997. Disponível em: <<http://faculty.msb.edu/quinnd/papers/finregulation97.pdf>>. Acesso em: 10 set. 2012.

LAMUCCI, S. **Ex-presidente do BC vê sinais de inflação de demanda.** Valor Econômico, São Paulo, 22 fev. 2005. Edição nº 1205. Disponível em: <<http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Macro%20II/Valor-Entrevista.pdf>>. Acesso em: 10 mai. 2013.

MARSHALL, A. **Some aspects of competition.** In: Memorials of Alfred Marshall. Ed. A.C. 1963. Pigou, New York, Augustus M. Kelley.

MATTOS, F. A. **Retrospectiva Histórica do processo de Globalização Financeira.** São Paulo: Cultura Vozes, jan/fev. 1998. pp.: 43-70.

MEDEIROS, C. A. **Crescimento, inserção externa e estratégias de desenvolvimento no Brasil e na China.** In: GUIMARÃES, S. P. (Org). Brasil e China: multipolaridade. Brasília: IPRI, FUNAG, 2003.

MENDONÇA, H. F; PIRES, M. C. **Liberação da Conta de Capitais e Inflação: A experiência brasileira no período Pós Real.** Texto para Discussão nº 1121. Rio de Janeiro: IPEA, 2005.
Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1121.pdf>. Acesso em: 15 jan. 2012.

PAGE, J. **The East Asian Miracle: an introduction.** World Development vol. 22 n. 4, 1994. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c11011.pdf>>. Acesso em: 15 jan 2013.

RODRIGUEZ, E. RODRIK, D. **Trade policy and economic growth: A skeptic's guide to the cross-national literature.** Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper 7081, 1999. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c11058.pdf>>. Acesso em: 15 jan. 2013.

RODRIK, D. **Who Needs Capital-Account Convertibility?** In: PETER, B. K. (ed). Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility. Princeton University, Department of Economics, Essays in International Finance nº 207, 1998. Disponível em: <<http://people.umass.edu/econ721/rodrik.98.princetonessay.PDF>>. Acesso em: 20 fev. 2013.

RODRIGUEZ, M. **Consequences of Capital flight for Latin American Debtor Countries.** In Lessard & Williamson (org). Capital Flight and Third World Debt. IIE, Washington, 1987.

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

ROMER, D. **Openness and Inflation: Theory and Evidence.** Quarterly Journal of Economics CVII, 869–904, 1993. Disponível em: <http://elsa.berkeley.edu/~dromer/papers/DRomer_QJE1993.pdf>. Acesso em: 10 dez. 2012.

SCHUMPETER, J. **A Teoria do Desenvolvimento Econômico.** São Paulo. São Paulo, Ed. Nova Cultural, 1985.

SCHMITZ, J. **The Role played by public enterprises: how much does it differ across countries.** Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review. 20 (2), Spring , 1996. Disponível em: <<http://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr2021.pdf>>. Acesso em: 18 fev. 2013.

SOUZA, N. J. **Pensamento econômico brasileiro.** In Desenvolvimento Econômico.5aed.SãoPaulo:Atlas, 2005.

STIGLITZ, J. **Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability.** Washington, World Bank, World Development v. 28, n. 6, p.1075-1086, 2000. Disponível em: <http://fac.comtech.depaul.edu/topiela/content/798102_Stiglitz_Fin%20Makt%20Lib%20and%20Instability%202000.pdf>. Acesso em: 15 jan. 2013.

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

TOBIN, J. **On Efficiency of the Financial System.** Lloyds Bank Review, 1982.

TÓFOLI, P. V. **Abertura de Conta Capital e Crescimento Econômico nos Países Emergentes:** Teorias, Evidências Empíricas e um Estudo do Caso Brasileiro, 2008. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Faculdade de Ciências Econômicas, UFRGS, Porto Alegre, 2008. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2008/artigos/200807161329150.pdf>>. Acesso em: 18 mai. 2013.

VÁLDES-PRIETO, S. M. **Es el controle selectivo de capitales efectivo em Chile?** Su efecto sobre el tipo de câmbio real, Cuadernos de Economía, Vol. 33 (Abril), PP. 77-108, 1996. Disponível em: <<http://www.economia.puc.cl/docs/098sotoa.pdf>>. Acesso em: 10 set. 2012.

VIEIRA, F. V. **China:** Crescimento econômico de Longo Prazo. Revista de Economia Política. vol.26 no.3 São Paulo Julho/Setembro 2006. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572006000300005>. Acesso em: 23 dez. 2012.

WORLD BANK. **Mobilidade Econômica e a Ascensão da Classe Média Latino Americana.** Washington, DC: World Bank, 2010. Disponível em: <http://siteresources.worldbank.org/LACEXT/Resources/MiddClass_portugues.pdf>. Acesso em: 15 jan. 2012.

WORLD BANK. **Estado de las Ciudades de America Latina y el Caribe,** 2012. Disponível em: http://www.onuhabitat.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=362&Itemid=18. Acesso em: 03 fev. 2013.

8 APÊNDICE

TABELA 1 - Taxa de Crescimento Médio Anual do PIB (Preço constante em US\$ de 2000)

PAÍSES	1960 - 1970	1970 - 1980	1980 - 1990	1990 - 2000	2000 - 2010
China	4,65%	7,44%	9,75%	9,99%	10,29%
Cingapura	10,12%	9,45%	7,81%	7,31%	5,15%
Coréia do Sul	8,26%	8,29%	7,68%	6,25%	4,39%
Filipinas	4,93%	5,79%	2,01%	2,75%	4,46%
Hong Kong	5,47%	9,00%	7,43%	3,64%	4,22%
Indonésia	4,18%	7,82%	6,38%	4,83%	5,11%
Japão	9,30%	4,11%	4,37%	1,47%	0,56%
Malásia	6,49%	7,73%	5,88%	7,25%	4,79%
Tailândia	8,17%	7,51%	7,29%	5,28%	4,06%
Argentina	4,00%	2,93%	-0,73%	4,52%	3,57%
Brasil	6,19%	8,47%	2,99%	1,70%	3,32%
Chile	4,14%	2,48%	4,39%	6,92%	3,74%
México	6,75%	6,43%	2,29%	3,38%	1,95%
EUA	4,21%	3,32%	3,04%	3,21%	1,69%
Média (Asiáticos)	6,84%	7,46%	6,51%	5,42%	4,78%
Média (América Latina)	5,27%	5,08%	2,24%	4,13%	3,14%

Fonte: Banco Mundial (2012)