

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

RAMON WIEST

**INSTITUIÇÕES E FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS:
TEORIA E EVIDÊNCIAS**

Porto Alegre

2018

RAMON WIEST

**INSTITUIÇÕES E FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS:
TEORIA E EVIDÊNCIAS**

Tese de Doutorado submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Economia, ênfase em Economia Aplicada.
Orientador: Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht

**Porto Alegre
2018**

CIP - Catalogação na Publicação

Wiest, Ramon
Instituições e Fluxos Internacionais de Capitais:
teoria e evidências / Ramon Wiest. -- 2018.
181 f.
Orientador: Ronald Otto Hillbrecht.

Tese (Doutorado) -- Universidade Federal do Rio
Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas,
Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre,
BR-RS, 2018.

1. Economia Internacional. 2. Finanças
Internacionais. 3. Fluxos Internacionais de
Capitais. 4. Instituições. 5. Crises Financeiras. I.
Hillbrecht, Ronald Otto, orient. II. Título.

RAMON WIEST

**INSTITUIÇÕES E FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS:
TEORIA E EVIDÊNCIAS**

Tese de Doutorado submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Economia, ênfase em Economia Aplicada.

Aprovado em: Porto Alegre, 13 de novembro de 2018.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht – Orientador
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

Prof. Dr. Cláudio Djissey Shikida
Universidade Federal de Pelotas (UFPEL)

Prof. Dr. Hudson da Silva Torrent
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

Prof. Dr. Milton André Stella
Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUCRS)

*Aos meus pais, Guido e Soraida Alice Wiest, por nunca desistirem de me apoiar.
À minha esposa, Franciele Cipriani, pelo amor, pela paciência e pelo incentivo constante.*

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a toda a minha família, pelo apoio constante. Dedico especial agradecimento aos meus pais, Guido e Soraida Alice Wiest, pelo exemplo, e aos meus irmãos, Rafael André e Daniel Wiest, pelo apoio, aos meus sogros Juarez e Neusa Boff Cipriani, por estarem sempre presentes nos momentos de dificuldades, aos cunhados Marguit Scholl, Gabriele Cipriani e Mateus Boff, pelo companheirismo, e a minha sobrinha, Giovana Scholl Wiest, pelo sorriso e alegria contagiantes.

Ao Professor Dr. Ronald Otto Hillbrecht, pela confiança, estímulo e orientação. À Universidade Federal do Rio Grande do Sul e à Faculdade de Ciências Econômicas pelo ensino de qualidade e pela oportunidade proporcionada. A todos os professores do Programa de Pós-Graduação em Economia Aplicada pelo capital humano transmitido, em especial ao Professor Dr. Flávio Tosi Feijó, pela participação na banca do projeto e contribuição para realização deste trabalho, e ao Professor Dr. Giacomo Balbinotto Neto, pelo incentivo e colaborações imensas ao longo de toda essa jornada, que se iniciou na graduação em Ciências Econômicas, e foram fundamentais para a elaboração deste e de tantos outros trabalhos. Expresso minha imensa admiração e respeito por todos esses profissionais de grande competência como pesquisadores e docentes.

Aos funcionários da secretaria do PPGE pela dedicação e competência nos serviços prestados, em especial à Iara Cleci Machado, à Raquel Klaudat, à Maria de Lourdes Fonseca e ao Marcelo Ortiz, pela atenção, competência e solicitude. Ao CNPq, que financiou a bolsa de estudos que viabilizou grande parte do desenvolvimento deste trabalho. Aos colegas de curso, por compartilhar tanto os momentos bons e agradáveis quanto os ruins e difíceis da jornada. Um especial agradecimento aos numerosos amigos do futebol do PPGE e da FEE, que além de compartilhar seu conhecimento acadêmico também contribuíram de maneira descontraída para a manutenção minha da saúde física e mental. Agradeço também, a todas àquelas pessoas, que direta ou indiretamente, contribuíram para a elaboração desta tese.

Por fim, dedico um agradecimento muito especial a minha esposa, Franciele Cipriani, pela paciência e por estar incondicionalmente ao meu lado em todos os momentos, sempre disposta a colaborar e a incentivar, transmitindo a força necessária para a conclusão dos créditos, para a superação do exame de qualificação e contribuindo imensamente para a conclusão do trabalho final. Foste fundamental durante toda esta e tantas outras jornadas.

RESUMO

O objetivo desta tese foi analisar a relação entre instituições e os fluxos internacionais de capitais nas economias emergentes e em desenvolvimento. A introdução apresentou conceitos e definições elementares e explorou algumas regularidades empíricas que têm caracterizado o processo. Constatou-se a existência dos desequilíbrios globais, de uma queda persistente das taxas de juros nas economias avançadas, de um aumento na integração financeira, de um processo de realocação de riscos e de uma relação positiva qualidade institucional e liberalização financeira, aspectos que fundamentaram a hipótese de pesquisa. O segundo capítulo discutiu e mediu os efeitos dos fluxos internacionais de capitais sobre o desempenho econômico nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento com ênfase para o papel das instituições. Com base nas evidências obtidas, constatou-se que os influxos internacionais de capitais não foram incondicionalmente pró-crescimento, dado que os países em questão deveriam alcançar determinados limiares de desenvolvimento financeiro e institucional para obter tal benefício. Concluiu-se que instituições formam o fator fundamental para alcançar o crescimento econômico em meio ao processo de integração financeira. O terceiro capítulo discutiu o papel e os efeitos dos controles de capitais sobre os influxos nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento por meio da base de dados por Fernández et al. (2016). Com base nas evidências geradas, concluiu-se que os controles de capitais foram capazes de afetar o volume e a composição dos influxos, contendo Investimento Direto, mas estimulando Outros Investimentos. Não foi obtida qualquer evidência que corrobore a hipótese da existência de limiares institucionais. O quarto capítulo avaliou os efeitos macroeconômicos dos fluxos de capitais no Brasil no período posterior à Grande Recessão. Concluiu-se que, a partir de 2009, o uso excessivo das políticas fiscal e monetária expansionistas, bem como políticas contraditórias envolvendo controles de capitais, foi responsável pela Grande Depressão Brasileira de 2015-2016 e que o resultado em questão foi causado fundamentalmente pela deterioração institucional observada no período.

Palavras-chave: Economia Internacional. Finanças Internacionais. Fluxos Internacionais de Capitais. Instituições. Crises Financeiras.

Classificação JEL: E02, F41, G15.

ABSTRACT

The aim of this thesis was to analyze the relation between institutions and international capital flows in emerging and developing economies. The introduction presented elementary concepts and explored some empirical regularities which characterized the process. It found the existence of global imbalances, a persistent fall in interest rates, an increase in financial integration, a process of risk reallocation and a positive relationship among institutional quality and financial liberalization, which constituted the research hypothesis. The second chapter discussed and measured the effects of international capital flows on economic performance in emerging markets and developing economies with an emphasis on the role of institutions. According of the evidence produced, it was found that international capital inflows were not unconditionally pro-growth, given that the selected countries should reach certain financial and institutional development thresholds to achieve such a benefit. It was concluded that institutions were the fundamental factor to achieve economic growth in the process of financial integration. The third chapter discussed the role and effects of capital controls on inflows in emerging markets and developing economies through the database developed by Fernández et al. (2016). Based on the evidence generated, it was concluded that capital controls were able to affect the volume and composition of the inflows, containing Direct Investment, but stimulating Other Investments. No evidence obtained was able to corroborate the hypothesis of the existence of institutional thresholds. The fourth chapter evaluated the macroeconomic effects of capital flows in Brazil after the Great Recession. It was concluded that, after 2009, the excessive use of expansionary fiscal and monetary policies, as well as contradictory policies involving capital controls, was responsible for the Great Brazilian Depression of 2015-2016 and that the result of the issue was caused fundamentally by the institutional deterioration observed in the period.

Keywords: International Economics. International Finance. International Capital Flows. Institutions. Financial Crisis.

JEL Classification: E02, F41, G15.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1.1	–	Representação simplificada da teoria das instituições.....	24
Gráfico 1.1	–	Desequilíbrios Globais: resultado da conta corrente de 1980 a 2016.....	27
Gráfico 1.2	–	Taxa de juros (%) acumulado no ano nas economias avançadas de 1980 a 2016.....	28
Gráfico 1.3	–	Integração Financeira <i>De Facto</i> e <i>De Jure</i> , 1970 a 2015.....	30
Gráfico 1.4	–	Posição de Risco Líquida, 1970 a 2015.....	32
Gráfico 1.5	–	Conta Corrente Acumulada (CAA), Posição Internacional do Investimento (PII) e Efeito Avaliação, 1970 a 2015.....	34
Gráfico 1.6	–	Integração Financeira <i>De Facto</i> , Posição Internacional de Ativos e Passivos e Instituição – países selecionados em 2011 (em log).....	36
Gráfico 2.1	–	Base monetária nos Estados Unidos e Influxos de Capitais nas Economias Emergentes no período 1990 a 2014 – bilhões de US\$.....	41
Gráfico 4.1	–	Crescimento do PIB Real anual do Brasil de 1975 a 2016.....	118
Gráfico 4.2	–	Contas Corrente e Financeira do Balanço de Pagamentos no período 1975 a 2016 – acumulado em quatro trimestres.....	119
Gráfico 4.3	–	Balanças Comercial e de Rendas do Balanço de Pagamentos no período 1975 a 2016 – acumulado em quatro trimestres.....	121
Gráfico 4.4	–	Abertura Comercial como percentual do PIB entre 1975 2016.....	122
Gráfico 4.5	–	Componentes da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos no período 1975 a 2016 – acumulado em quatro trimestres.....	123
Gráfico 4.6	–	Componentes da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos no período 1975 a 2016 – acumulado em quatro trimestres.....	124
Gráfico 4.7	–	Resultado médio da Conta Corrente das Economias Emergentes, períodos de 1976 a 2016.....	126
Gráfico 4.8	–	Resultado médio da Balança Comercial das Economias Emergentes, períodos de 1976 a 2016.....	127
Gráfico 4.9	–	Resultado médio da Balança de Renda das Economias Emergentes, períodos	128
Gráfico 4.10	–	Resultado médio da Conta Financeira das Economias Emergentes, períodos de 1976 a 2016.....	129

Gráfico 4.11 – Resultado médio dos Componentes da Conta Financeira das Economias Emergentes, períodos de 1976 a 2016.....	130
Gráfico 4.12 – Resultado médio da Abertura Comercial das Economias Emergentes, períodos de 1976 a 2016.....	131
Gráfico 4.13 – Resultado médio da Taxa de Crescimento do PIB Real das Economias Emergentes, períodos de 1976 a 2016.....	132
Gráfico 4.14 – Taxa de Crescimento do PIB Real, Brasil x Controle Sintético – 1996 a 2016.....	140
Gráfico 4.15 – Conta Corrente como proporção do PIB (%), Brasil x Controle Sintético – 1996 a 2016.....	141
Gráfico 4.16 – Balança de Rendas como proporção do PIB (%), Brasil x Controle Sintético – 1996 a 2016.....	142
Gráfico 4.17 – Balança Comercial com Proporção do PIB (%), Brasil x Controle Sintético – 1996 a 2016.....	143
Gráfico 4.18 – Conta Financeira como Proporção do PIB (%), Brasil x Controle Sintético – 1996 a 2016.....	144
Gráfico 4.19 – Receitas e Despesas do Governo Central do Brasil de 1997 a 2016 em Reais Constantes – Acumulado em 12 Meses.....	147
Gráfico 4.20 – Resultado Primário e Nominal Governo Central do Brasil de 1997 a 2016 – Acumulado em 12 Meses.....	149
Gráfico 4.21 – Desembolsos do BNDES em Milhões de Reais Constantes de 1995 a 2016 – Acumulado em 12 Meses.....	150
Gráfico 4.22 – Taxa Básica de Juros Nominal e Real no Brasil de 2004 a 2016 – Acumulado em 12 Meses.....	152
Gráfico 4.23 – Taxa Básica de Juros no Brasil de 2004 a 2016 – Acumulado em 12 Meses.....	155
Gráfico 4.24 – Controles de Capitais no Brasil de 1995 a 2016.....	156
Gráfico 4.25 – Indicadores de Qualidade Institucional do Brasil de 1995 a 2016.....	158

LISTA DE TABELAS

Tabela 2.1 – Modelo básico de crescimento para o PIB real per capita, período 1990-2014.....	62
Tabela 2.2 – Modelo de crescimento e desenvolvimento financeiro, período 1990-2014...	64
Tabela 2.3 – Modelo de crescimento e instituições, período 1990-2014.....	66
Tabela 2.4 – Modelo de crescimento e abertura comercial, período 1990-2014.....	67
Tabela 2.5 – Modelo de crescimento e instituições, período 1990-2014.....	69
Tabela 2.6 – Modelo de crescimento e desenvolvimento financeiro, período 1990-2014...	71
Tabela 2.7 – Modelo de crescimento para o crédito, período 1990-2014.....	73
Tabela 3.1 – Efeito dos controles de capitais sobre os influxos totais, período 1990-2014.	94
Tabela 3.2 – Controles sobre entradas e saídas sobre influxos totais, período 1990-2014..	96
Tabela 3.3 – Efeito dos controles de capitais sobre os influxos de investimento direto, período 1990-2014.....	98
Tabela 3.4 – Controles de entradas e saídas sobre investimento direto, período 1990-2014.....	100
Tabela 3.5 – Efeito dos controles de capitais sobre os influxos de investimento em carteira, período 1990-2014.....	102
Tabela 3.6 – Controles de entradas e saídas e investimento em carteira, período 1990-2014.....	103
Tabela 3.7 – Efeito dos controles de capitais sobre os influxos de outros investimentos, período 1990-2014.....	105
Tabela 3.8 – Controles de entradas e saídas e outros investimentos, período 1990-2014....	106
Tabela 3.9 – Efeito dos controles de capitais sobre os influxos de <i>Non-Bonds</i> , período 1990-2014.....	108
Tabela 3.10 – Controles de entradas e saídas sobre <i>Non-Bonds</i> , período 1990-2014.....	109
Tabela 3.11 – Efeito dos controles de capitais sobre os influxos de <i>Bonds</i> , período 1990-2014.....	110
Tabela 3.12 – Controles de entradas e saídas sobre <i>Bonds</i> , período 1990-2014.....	111

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN	Banco Central do Brasil
BO	Índice de Controles de Capitais sobre Investimento em Títulos
BP	Balanço de Pagamentos
BPM6	6ª Edição do Manual do Balanço de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional
BRIC	Grupo das Economias Emergentes composto por Brasil, Rússia, Índia e China
CA	Conta Corrente do Balanço de Pagamentos
CAA	Conta Corrente do Balanço de Pagamentos Acumulada
CC	Índice de Controles de Capitais sobre Créditos Comerciais
CI	Índice de Controles de Capitais Investimentos Coletivos
DE	Índice de Controles de Capitais sobre Investimentos em Derivativos
DI	Índice de Controles de Capitais sobre Investimento Direto
EQ	Índice de Controles de Capitais sobre Investimentos em Ações
FA	Conta Financeira do Balanço de Pagamentos
G7	Grupo das 07 Maiores Economias do Mundo em termos de Produto Interno Bruto
FC	Índice de Controles de Capitais sobre Créditos Financeiros
GS	Índice de Controles de Capitais sobre Garantias
KA	Índice de Controles de Capitais Médio sobre a Conta Financeira
IMF	Fundo Monetário Internacional
MM	Índice de Controles de Capitais sobre o Mercado de Moeda
OECD	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PIB	Produto Interno Bruto
PII	Posição Internacional de Investimentos
PPC	Paridade Poder de Compra
RE	Índice de Controles sobre Investimento Imobiliário

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	CONCEITOS E DEFINIÇÕES	13
1.2	FATOS ESTILIZADOS	25
2	FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS E CRESIMENTO ECONÔMICO NOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO: UMA ANÁLISE DO PAPEL DAS INSTITUIÇÕES POR MEIO DE PAINÉIS DINÂMICOS... 39	
2.1	INTRODUÇÃO.....	39
2.2	REVISÃO DA LITERATURA.....	42
2.3	MODELOS TEÓRICOS	47
2.3.1	Modelo Neoclássico de Crescimento Econômico	48
2.3.2	Modelo Intertemporal de Ajuste da Conta Corrente com Rigidez de Preços	51
2.4	ESPECIFICAÇÃO DO MODELO, RESULTADOS E DISCUSSÃO	56
2.4.1	Especificação do Modelo	57
2.4.2	Resultados e Discussão	59
2.5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	74
3	CONTROLES DE CAPITAIS: UMA NOVA ABORDAGEM POR MEIO DE PAINÉIS DINÂMICOS	77
3.1	INTRODUÇÃO.....	77
3.2	REVISÃO DA LITERATURA.....	81
3.3	MODELO TEÓRICO.....	84
3.3.1	Modelo de Portfólio com Diversificação de Carteira	85
3.4	ESPECIFICAÇÃO DO MODELO, RESULTADOS E DISCUSSÃO	90
3.4.1	Especificação do Modelo.....	90
3.4.2	Resultados	92
3.5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	114
4	EFEITOS MACROECONÔMICOS DOS FLUXOS DE CAPITAIS PARA O BRASIL NO PÓS-GRANDE RECESSÃO: NOVAS EVIDÊNCIAS.....	116
4.1	INTRODUÇÃO.....	116
4.1.1	Fatos Estilizados – Brasil	118
4.1.2	Fatos Estilizados – Mercados Emergentes	125

4.1.3	Conclusões Preliminares e Construção da Hipótese de Pesquisa	133
4.2	ESPECIFICAÇÃO DO MODELO, RESULTADOS E DISCUSSÃO	134
4.2.1	Especificação do Modelo.....	134
4.2.2	Resultados	139
4.2.3	Discussão	145
4.3	CONSIDERAÇÕES FINAIS	159
5	CONCLUSÕES	161
	REFERÊNCIAS.....	166
	ANEXO A – DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS E RESPECTIVAS FONTES	177
	ANEXO B – DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NO CAPÍTULO III E RESPECTIVAS FONTES.....	178
	ANEXO C – DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NO CAPÍTULO IV E RESPECTIVAS FONTES.....	180

1 INTRODUÇÃO

O objetivo desta tese é fazer um estudo sobre a relação entre instituições e fluxos internacionais de capitais nas economias emergentes e em desenvolvimento. Para isso, serão apresentados três ensaios sobre o assunto. Tendo como base a questão institucional, o primeiro deles discutirá os efeitos desses fluxos sobre o desempenho macroeconômico nesses países, o segundo abordará a relação entre os influxos e os controles de capitais e, por fim, no terceiro, será apresentado um estudo de caso para o Brasil, consolidando assim a análise do tema desenvolvido ao longo do trabalho.

No entanto, inicialmente, serão introduzidos os conceitos e definições elementares relacionados a finanças internacionais e instituições, além de exploradas algumas regularidades empíricas – ou fatos estilizados – que têm caracterizado o processo de integração financeira ao longo das últimas décadas. Isso permitirá uma melhor compreensão da teoria que será exposta ao longo dos capítulos seguintes e proporcionará o adequado entendimento das hipóteses de pesquisa, bem como das principais conclusões decorrentes.

A contribuição fundamental desta tese consiste em compilar de maneira abrangente o entendimento teórico sobre o assunto em questão, corroborado por evidências empíricas capazes de subsidiar os *policy makers* na formulação de políticas que tenham o intuito de mitigar os efeitos negativos dos fluxos de capitais e intensificar seus potenciais benefícios, lacuna que, por sinal, se mantém aberta no campo das finanças internacionais. Além disso, busca-se fundamentalmente compreender de forma mais satisfatória a relação entre os movimentos de capitais, instituições e seus efeitos macroeconômicos, dado que, conforme apresentado ao longo do estudo, as evidências presentes na literatura ainda não são capazes de corroborar definitivamente as principais previsões que os modelos teóricos preconizam.

1.1 CONCEITOS E DEFINIÇÕES

Este tópico tem por objetivo estabelecer conceitos e definições que serão intensamente utilizados ao longo deste trabalho. Em um primeiro momento, pretende-se apresentar e esclarecer aspectos relacionados aos fluxos internacionais de capitais, para, no momento seguinte, elucidar os pontos que dizem respeito a um conceito fundamental do estudo, as instituições.

De acordo com *The Concise Encyclopedia of Economics*, os fluxos internacionais de capitais correspondem ao o lado financeiro do comércio internacional (OTT, 2017). Essa

definição, apesar de incompleta, auxilia significativamente na delimitação do tema de pesquisa. Neste trabalho, o componente fundamental a ser estudado será o movimento de ativos e de passivos financeiros entre residentes e não residentes em um determinado espaço geográfico ou unidade institucional, o que significa que a abordagem utilizada será a da teoria monetária internacional. Por essa razão, fluxos de bens, serviços e rendas, ou seja, a abordagem voltada para a teoria de comércio internacional, não serão abordados com profundidade, apesar de constituírem um aspecto importante a ser explorado de maneira complementar ao tema proposto. Assim, para proporcionar um melhor entendimento dos conceitos mais relevantes, será apresentado a seguir o método padrão de registro das transações internacionais com base no *Balance of Payments and International Position Manual – 6th edition* (BPM6).

Formalmente, segundo o *International Monetary Fund – IMF* (2009, p.7), as contas externas de um país registram as relações econômicas entre os residentes e os não residentes, sejam elas financeira ou de bens e serviços. Por meio delas é possível obter um tratamento integrado dos registros, o que permite explorar com profundidade as relações econômicas internacionais. Basicamente, o cômputo dessas transações é efetuado por meio de três abordagens distintas.

A primeira delas é o Balanço de Pagamentos (BP), que corresponde ao registro que resume as transações entre residentes e não residentes durante um período de tempo específico. Seu cômputo é realizado por meio do método das partidas dobradas. Nesse caso, cada transação é considerada simultaneamente como lançamentos de crédito e de débito, de maneira que o somatório de todas elas devem ser iguais a zero para que o balanço esteja equilibrado¹. É constituído fundamentalmente pela Conta Corrente (CA), na qual são registrados os fluxos de bens, serviços, rendas primárias e secundárias, pela Conta Capital (KA), que registra créditos e débitos de ativos não produtivos e não financeiros² e

¹ Na realidade, o sistema de registro das contas internacionais é composto por três princípios distintos, sendo eles: (i) o registro vertical de dupla entrada, na qual cada transação leva ao menos duas entradas correspondentes, tradicionalmente uma a crédito e outra a débito na perspectiva dos residentes; (ii) o registro horizontal de dupla entrada, em que são registradas as relações entre diferentes unidades institucionais – ou seja, na perspectiva de residentes e não residentes – garantido a consistência em cada “contraparte”; e (iii) o registro de quatro entradas, que corresponde a aplicação simultânea de ambos os registros vertical e horizontal, o que garante a consistência dos registros nacionais e internacionais simultaneamente (IMF, 2009, p. 34-35).

² Podem ser considerados exemplos de ativos não produtivos e não financeiros os recursos naturais, tais como terra, diretos minerais, florestais e de pesca, etc.; contratos, arrendamentos e licenças, que em alguns casos constituem ativos intangíveis; ativos de propaganda – *marketing* – como marcas registradas, logotipos e nomes de domínio (IMF, 2009, p. 217-218).

transferências de capital³ e, por fim, pela Conta Financeira (FA), que registra a aquisição e venda líquida⁴ de ativos e passivos financeiros (IMF, 2009, p. 9-10).

A segunda abordagem é a Posição Internacional de Investimento (PII), que mostra em um ponto do tempo o valor total dos ativos financeiros de residentes de uma economia que são passivos para não residentes ou que correspondem a reservas de ouro, e dos passivos dos residentes que tem como contrapartida algum ativo para o resto do mundo (IMF, 2009, p.7-9).

A terceira abordagem é chamada de “outras variações na conta de ativos e passivos financeiros”, que registra mudanças de valores gerados por eventos econômicos diferentes de transações entre residentes e não residentes, tais como eventuais alterações por conta de variação cambial ou mudança no preço dos instrumentos financeiros. Apesar de residual, essa conta é fundamental para conciliar o balanço de pagamentos com a posição internacional de investimentos (IMF, 2009, p.7).

Com relação ao cômputo de ativos e passivos financeiros, é relevante destacar a diferença entre de fluxos e posições⁵. Enquanto os fluxos se referem a variações no volume, composição ou valor dos ativos e passivos de uma unidade institucional em um período de tempo, as posições referem-se ao nível ou estoque de ativos ou passivos financeiros até um determinado ponto no tempo⁶ (IMF, 2009, p. 29-33).

Uma vez estabelecidas às principais formas de registro dos movimentos internacionais de capitais, faz-se necessário esclarecer alguns pontos referentes ao seu sistema de classificação. Instrumentos Financeiros⁷ são definidos como contratos realizados entre unidades institucionais distintas que, em geral, geram uma obrigação financeira sobre a outra parte⁸. Grosso modo, uma obrigação decorre de uma relação contratual em que uma unidade

³ São transferências em que a propriedade de um ativo muda de uma parte para outra sem que nada de valor econômico seja oferecido em contrapartida (IMF, 2009, p. 219), tal como um perdão de dívida, por exemplo.

⁴ Enquanto as contas corrente e de capital registram as transações em termos brutos – entradas e saídas separadamente –, a conta financeira apresenta os registros em termos líquidos – ou seja, aquisições subtraídas das vendas de determinado ativo ou passivo financeiro. É fundamental não confundir com ativos líquidos dos passivos.

⁵ Conforme exposto por Lane e Milesi-Ferretti (2007), as posições brutas de ativos e passivos financeiros têm crescido significativamente entre os países, chegando a alcançar valores superiores ao Produto Interno Bruto (PIB). Broner et al. (2013) destacaram que as posições brutas são muito maiores e mais voláteis em relação aos fluxos líquidos. Tais aspectos serão abordados mais detalhadamente na sequência do trabalho.

⁶ Importante não confundir posições e fluxos brutos. Enquanto o primeiro grupo corresponde a uma variável estoque, o segundo considera apenas os fluxos ou a variação no estoque de ativos ou de passivos de determinado grupo de instrumentos financeiros em um período de tempo específico.

⁷ Instrumentos financeiros podem ser classificados de acordo com o seu tipo: (i) ações e cotas de fundos de investimentos, cuja remuneração corresponde à distribuição de rendas, reinvestimento de lucros, dividendos ou outro tipo de remuneração não pré-determinada; (ii) instrumentos de dívida, cuja remuneração requer o pagamento do principal e juros em um ponto futuro; (iii) outros ativos e passivos financeiros, remunerados por juros (IMF, 2009, p. 82-96).

⁸ Cabe destacar que nem sempre tais instrumentos geram uma obrigação financeira, como no caso de garantias não ativadas e compromissos não realizados (IMF, 2009, p. 81).

institucional promete prover fundos para a outra no futuro. Assim, um ativo é um instrumento financeiro que dá origem a um crédito para o seu detentor e que tem um débito ou passivo como contrapartida⁹. Os ativos financeiros¹⁰ são constituídos por ações, cotas de fundos de investimento, instrumentos de dívida, derivativos financeiros e opções, ou até mesmo por ativos de reserva, como ouro monetário por exemplo. Entretanto, para estabelecer uma definição mais adequada para os propósitos deste trabalho, convém classificar ativos e passivos financeiros de acordo com sua maturidade e com o tipo de função exercida.

Considerando o prazo de maturidade – definição, em geral, aplicada para instrumentos de dívida – os instrumentos financeiros podem ser classificados como sendo de curto e de longo prazos. Instrumentos de curto prazo são aqueles que possuem liquidez imediata, ou seja, o seu pagamento pode ser exigido à vista ou na ocasião em que for requisitado por seu credor, ou cujo vencimento é inferior ou igual a um ano. Instrumentos que têm seu vencimento superior a um ano ou que não possuam maturidade declarada, desde que não possam ser requisitados imediatamente pelo credor, são considerados de longo prazo. Moeda, apesar de corresponder a um exemplo especial de ativo que não tem vencimento declarado, é definida como ativo de curto prazo devido a sua liquidez imediata. Cada tipo de instrumento poderá ser classificado em moeda local ou estrangeira, mas em geral, na contabilidade internacional, os mesmos são apresentados em dólares americanos correntes (IMF, 2009, p. 80-98).

Com relação à categoria funcional, os instrumentos financeiros podem apresentar cinco tipos distintos que serão especificados a seguir. O Investimento Direto¹¹ – *Direct Investment* – constitui uma categoria de investimento transfronteiriço que resulta no controle ou em um grau significativo de influência na gestão de uma ou mais companhias exercido por um investidor residente em outro país. Está associado a uma relação de longo prazo¹², envolvendo transferência de tecnologia, propaganda e gestão. O Investimento em Carteira – *Portfolio Investment* – é definido como transações constituídas por títulos de dívida ou

⁹ Esclarecendo, o ativo de uma unidade institucional corresponde a um passivo para a contraparte, portanto, um instrumento financeiro (contrato) gera uma obrigação, produzindo simultaneamente um ativo e um passivo para unidades institucionais distintas.

¹⁰ Com objetivo de contextualizar a definição e facilitar o seu entendimento, um ativo não financeiro não apresenta um passivo correspondente, mas sim, um bem, ou seja, um ativo real não monetário.

¹¹ Cabe destacar que esse instrumento também é constituído por empresas subsidiárias, empréstimos intercompanhias e reinvestimento de lucros.

¹² O Investimento Direto é composto basicamente por títulos de dívida ou valores mobiliários, mas diferencia-se do Investimento em Carteira pelo fato de o investidor exercer controle ou ter poder de gestão. Para melhor compreensão desta definição, é considerado como detentor de controle o investidor que possui mais de 50% do poder de voto da empresa e como detentor de um grau significativo de influência aquele que possui de 10% a 50% do poder de voto (IMF, 2009, p. 101).

valores mobiliários em que o investidor não exerce influência sobre a gestão da companhia. Por essa razão, tais valores não estão incluídos nos ativos de investimento direto ou de reserva. Já os Derivativos Financeiros – *Financial Derivatives* – são aqueles papéis que estão vinculados a outro instrumento financeiro, indicador específico ou até mesmo uma *commodity*, através dos quais riscos financeiros específicos podem ser negociados. Os Ativos de Reserva – *Reserve Assets* – são os ativos externos que estão prontamente disponíveis e são controlados pelas autoridades monetárias para satisfazer as necessidades de financiamento do balanço de pagamentos, ou seja, para realizar intervenção nos mercados de câmbio ou para outros fins relacionados à estabilidade da monetária. Por fim, a categoria Outros Investimentos – *Other Investments* – consiste num grupo residual que registra posições e transações diferentes das incluídas em investimento direto, investimento de carteira, derivativos financeiros e ativos de reserva (IMF, 2009, p. 99-118)¹³.

Existem numerosas razões para que haja significativa preocupação com relação aos efeitos macroeconômicos dos fluxos internacionais de capitais. Ao longo das últimas décadas, consideráveis avanços econômicos nos países desenvolvidos e em desenvolvimento foram atribuídos à mobilidade de capitais. Esse aspecto decorreu basicamente da possibilidade de se obter níveis de investimento superiores àqueles proporcionados pela poupança interna – o que, claramente, seria possível apenas por meio da apropriação de poupança externa – ou pelo aumento na sua eficiência, da expectativa de suavização do consumo diante de choques adversos no produto, da diversificação do risco ou até mesmo por meio da perspectiva de transferências de tecnologias e compartilhamento de práticas empresariais mais desenvolvidas¹⁴.

Entretanto, tal processo nem sempre ocorre sem cobrar um alto preço, pelo menos no sentido de comprometer a estabilidade macroeconômica dos países. Existem diversos estudos que apresentam evidências dos crescentes riscos associados aos influxos internacionais de

¹³ As definições de instrumentos financeiros de acordo com seu prazo de maturidade e categoria funcional seguem basicamente o disposto nos capítulos iniciais de Terra (2015) e Gandolfo (2016). Entretanto, IMF (2009) apresenta uma abordagem significativamente mais bem detalhada, que não será melhor especificada neste momento por não fazer parte do objetivo fundamental do trabalho. Entretanto, é recomendada a leitura do referido material para eventual aprofundamento nos temas em questão.

¹⁴ Uma breve abordagem sobre o papel dos fluxos de capitais na suavização de consumo, investimento eficiente e diversificação de risco está disponível em Feenstra e Taylor (2012). Uma boa revisão sobre o papel das transferências de tecnologias, do compartilhamento de práticas empresariais e outros *spillovers* que estão fundamentalmente relacionados aos fluxos de Investimento Direto e que são abordados predominantemente pela literatura de organização industrial está disponível em Hofmann (2013). Moran, Graham e Blomström (2005) compilam um número considerável de evidências adicionais para os efeitos do investimento direto, assim como Alfaro et al. (2004) e Alfaro e Charlton (2013).

capitais, especificamente com relação a sua reversão (REINHART; REINHART, 2009, 2015; REINHART; ROGOFF, 2009; REINHART; REINHART; TREBESCH, 2016).

De uma maneira resumida, essa dinâmica “perversa” pode ser caracterizada da seguinte maneira: de tempo em tempo, investidores estrangeiros se voltam para alguns países em desenvolvimento, elevando significativamente as entradas de capital e fazendo com que a taxa de câmbio tenda a apreciar, enquanto os preços dos ativos e das *commodities* locais crescem. Esses movimentos favoráveis melhoram os indicadores fiscais nacionais e incentivam a expansão do crédito interno que, por sua vez, exacerbam as fraquezas estruturais, em especial, no setor bancário doméstico. Ao mesmo tempo, as autoridades locais recorrem às vendas em larga escala da moeda estrangeira para aliviar os efeitos sobre a taxa de câmbio decorrente da bonança externa. Outras intervenções políticas, como aumento de requisitos de reserva e impostos sobre transações financeiras são implementadas na tentativa de isolar a economia doméstica. Esse processo gera uma tensão; a persistência da bonança faz com que as autoridades locais a interpretem como um voto de aprovação global que, por sua vez, encoraja o adiamento da difícil tarefa de realizar um ajuste estrutural. Mas então, quando a maré muda e os fluxos reversos dos investidores forçam os preços dos ativos a devolver seus ganhos, um ajuste doloroso na economia é requerido (REINHART; REINHART, 2009, p. 9-10). Em termos mais objetivos, períodos caracterizados por entradas substanciais de capitais, ou *Capital Surges*, acabam precedendo eventos de interrupções súbitas nos fluxos – *Sudden Stops*¹⁵ – que, por sua vez, se transformam de maneira abrupta em saídas de capitais. Nesses casos, a pressão pela desvalorização cambial e até mesmo um eventual colapso nos preços dos ativos e do sistema bancário pode desencadear uma severa crise econômica.

Desde o final da década de 1970, sucessivas crises cambiais relacionadas ao endividamento externo dos países – sejam eles desenvolvidos ou em desenvolvimento – trouxeram preocupação para os formuladores de políticas e se mostraram um campo de pesquisa bastante produtivo. Variadas interpretações e explicações para essas crises – também chamadas crises do balanço de pagamentos – foram desenvolvidas com base em diferentes abordagens, que correspondiam a classes distintas de modelos, as quais foram denominadas de gerações¹⁶.

¹⁵ Expressão “It is not speed that kills, it is the sudden stop.” extraída de Dornbusch, Goldfajn e Valdés (1995).

¹⁶ É importante destacar que o presente trabalho não tem por objetivo o estudo das crises cambiais. Entretanto, essa abordagem se faz necessária para fundamentar o argumento pró-instituições. Para uma breve revisão sobre os modelos de crises de balanço de pagamentos, recomenda-se consultar Gandolfo (2016, cap. 16), Terra (2015, cap. 9) e Vegh (2013, cap. 16).

Os modelos de primeira geração, também chamados de modelo latino-americano ou de fundamentos, explicitaram que as crises cambiais que assolaram as economias da América Latina no final da década de 1970 e ao longo da década de 1980 tiveram origem em inconsistências nos fundamentos macroeconômicos, mais precisamente, na política fiscal incompatível com o regime de câmbio fixo. Essa incompatibilidade levou a perdas contínuas nas reservas internacionais, que eram responsáveis por manter a paridade da moeda, conduzindo, por fim, a um ataque especulativo e o subsequente colapso do regime cambial vigente (KRUGMAN, 1979; FLOOD; GARBER, 1984).

Já os modelos de segunda geração, ou o modelo europeu, de expectativas ou de profecias autorrealizáveis, foram desenvolvidos a partir da crise do Sistema Monetário Europeu na década de 1990. Eles consideravam que o principal elemento desencadeador da crise estava na escolha do governo em defender ou não a paridade da taxa de câmbio. Nesse caso, partia-se do pressuposto de que havia custos e benefícios na defesa do regime vigente, cujo abandono dependeria das expectativas de desvalorização cambial. Assim, a probabilidade de um ataque especulativo seria maior em situações nas quais os agentes econômicos percebessem a existência de um desalinhamento excessivo na taxa de câmbio, o que significava que o ataque dependia fundamentalmente das expectativas. Desse modo, uma crise cambial poderia ser desencadeada mesmo que as políticas adotadas fossem compatíveis com o regime cambial vigente (OBSTFELD, 1986, 1994)¹⁷.

Por sua vez, os modelos de terceira geração, também chamados de modelo asiático ou bancário, não apresentaram um consenso sobre o evento causador da crise¹⁸. Entretanto, está bem estabelecida a existência de crises gêmeas, dado que as instabilidades cambial e bancária acontecem simultaneamente. De um modo geral, tais modelos podem ser classificados em dois grupos distintos. O primeiro deles enfatiza as fragilidades do sistema financeiro e tem uma “corrida” para liquidar ativos como o agente desencadeador de ambas as crises, enquanto o segundo foca no endividamento das firmas e dos bancos em moeda estrangeira, o que gera o descasamento monetário¹⁹ – *currency mismatch* – entre ativos e passivos, e no excesso de

¹⁷ Krugman (1996) expõe uma abordagem didática para modelos de segunda geração.

¹⁸ Segundo Gandolfo (2016, p. 400), existem três principais causas possíveis que estão relacionadas à crise, sendo elas: (i) moral hazard, que gera um excesso de endividamento das firmas; (ii) fragilidade financeira, que produz um aperto de liquidez e (iii) problemas de balanço de pagamentos, onde as dívidas externas “explodem” por conta de desvalorização cambial.

¹⁹ Burnside, Eichenbaum e Rebelo (2004) desenvolveram um modelo em que as garantias governamentais aos credores estrangeiros dos bancos locais são a causa fundamental das crises bancárias e cambiais. Nesse caso, os bancos tomam recursos em moeda estrangeira para se capitalizarem, emprestam em moeda local e não cobrem o risco derivado de eventual variação cambial. Assim, quando ocorrer uma desvalorização, eles terão de declarar falência e o governo precisará realizar o resgate dos mesmos. Entretanto, na ausência de garantias, tais crises não seriam possíveis.

endividamento (CORSETTI; PESENTI; ROUBINI, 1999; CHANG; VELASCO, 2000, 2001).

Contudo, é nesse contexto que Breuer (2004, p. 303-305) apontou para o crescimento no número de estudos que buscavam explicar o desempenho econômico e a propensão a crises por meio de uma interpretação com ênfase nas regras e na regulamentação econômica, nos direitos de propriedade dos acionistas, na transparência e na supervisão do sistema financeiro e nas distorções governamentais. Esses modelos institucionais, que apesar de serem pouco numerosos e dispersos na literatura, afirmavam que a governança financeira, a corrupção e práticas legais implícitas ou explícitas, de fato, importavam. Esses fatores constituíram numa contribuição fundamental para uma melhor compreensão das crises cambiais e financeiras que ocorreram no final da década de 1990 e início dos anos 2000. Segundo Breuer (2004), as contribuições seminais²⁰ para o que a autora chamou de “quarta geração de modelos”²¹ foram os estudos desenvolvidos por La Porta et al. (1998)²², Rajan e Zingales (1998), Hall e Jones (1999)²³, Johnson et al. (2000), Acemoglu et al. (2003), Alesina et al (2003)²⁴ e Rodrik et al. (2004)²⁵.

Entretanto, alguns estudos ofereceram um maior detalhamento da relação entre instituições, crises cambiais e/ou desenvolvimento do mercado financeiro e desempenho econômico. La Porta et al. (1997) encontraram que os países de tradição jurídica inglesa – ou *Common Law* – apresentavam regras legais capazes de garantir maior proteção aos acionistas e aos credores corporativos quando comparados aos países de tradição francesa, germânica e escandinava. Os resultados indicaram que a qualidade do ambiente legal estava relacionada ao tamanho e à extensão dos mercados de capitais de um país, ou seja, que um bom ambiente legal que protege os acionistas minoritários contra a expropriação e induz ao desenvolvimento do mercado de capitais.

²⁰ Apesar de esses estudos seminais serem todos relevantes para fundamentar o argumento pró-instituições, alguns deles não estão relacionados diretamente às consequências dos desequilíbrios externos, razão pela qual sua abordagem será exposta em nota de rodapé.

²¹ Krugman (2001) já indagava quanto à possibilidade de desenvolvimento de uma quarta geração de modelos de crises cambiais que pudesse ser mais generalizado, explicando inclusive as crises financeiras.

²² La Porta et al. (1998) verificaram que, em geral, os países de tradição jurídica inglesa, quando comparados aos de tradição francesa, germânica ou escandinava, apresentaram um grau mais elevado de proteção formal dos direitos de propriedade, o que possibilitou sustentar adequadamente o cumprimento de contratos, ou *enforcement*, e proteger o direito legal dos investidores.

²³ Hall e Jones (1999) verificaram que as diferenças na produtividade por trabalhador entre os países são impulsionadas por diferenças na infraestrutura social, termo utilizado para definir as instituições e as políticas governamentais.

²⁴ Alesina et al. (2003) verificaram que variáveis relacionadas à qualidade institucional são determinantes importantes para o sucesso econômico dos países em termos de crescimento do produto.

²⁵ Rodrik et al. (2004) encontraram que a qualidade institucional supera qualquer outra variável macroeconômica como determinante para o nível de renda entre os países.

Rajan e Zingales (1998) argumentaram que em economias em que vigora um grau suficiente de "infra-estrutura" contratual – *Arm's-Length Systems* – ou um modelo menos centralizado as transações tendem a visar prioritariamente às relações de longo prazo. Por outro lado, economias baseadas em relações pessoais – *Relationship-Based Systems* – ou um modelo centralizado as transações visam principalmente o curto prazo. Por essa razão, países que compõe o segundo grupo são mais propensos a crises cambiais e financeiras quando atingidos por choques adversos. Johnson et al. (2000) verificaram que, no contexto da crise asiática, medidas de proteção aos acionistas minoritários explicaram o grau da depreciação da taxa de câmbio e do declínio do mercado de ações de modo mais adequando do que as medidas macroeconômicas padrão. Os autores concluíram que a governança corporativa apresenta importância de primeira ordem na determinação da extensão dos problemas macroeconômicos em situações de crise.

Acemoglu et al. (2003, 2004) utilizaram a abordagem institucional para justificar que eventuais inadequações na estrutura política podem ocasionar baixo crescimento e inclusive aumentar a probabilidade de ocorrência de crises. De um modo geral, países que perseguem as diretrizes macroeconômicas “erradas” também são aqueles que têm instituições fracas, incapazes de restringir o comportamento dos grupos organizados e das elites econômicas. O resultado disso é um ineficaz sistema de direitos de propriedade para os investidores, a corrupção, um alto grau de instabilidade política e escolhas equivocadas da orientação econômica, o que serve como estímulo para crises.

De um modo geral, os trabalhos referidos avaliaram o papel das instituições para explicar o processo de desencadeamento e agravamento das crises cambiais e/ou financeiras, bem como o desenvolvimento dos países²⁶. Entretanto, uma vez estabelecido o elo entre fluxos internacionais de capitais, instituições e desempenho econômico, torna-se necessário definir uma ideia fundamental que estará reiteradamente presente ao longo do presente trabalho. Desse modo, cabe estabelecer o conceito de instituição na seguinte maneira:

As instituições são as restrições humanamente concebidas que estruturam a interação política, econômica e social. Elas consistem em restrições informais (sanções, tabus, costumes, tradições e códigos de conduta) e regras formais (constituições, leis, direitos de propriedade). Ao longo da história, as instituições foram criadas por seres humanos para estabelecer a ordem e reduzir a incerteza nas trocas. Juntamente com as limitações normais da economia, elas definem o conjunto de escolha e, portanto, determinam os custos de transação e os custos de produção e, conseqüentemente, a rentabilidade e a viabilidade de se engajar na atividade econômica. Elas evoluem de forma incremental, conectando o passado com o presente e o

²⁶ Reinhart e Reinhart (2015, p. 3-6) ofereceram uma breve revisão da literatura que relaciona crises financeiras e crescimento econômico, abordando inclusive estudos relevantes que avaliam o papel das instituições como um dos “canais de transmissão” para as crises.

futuro; o resultado disso é que grande parte da história da evolução institucional e do desempenho histórico das economias só pode ser entendido como uma parte de uma história sequencial. Instituições fornecem a estrutura de incentivos de uma economia, a maneira como essa estrutura evolui molda a direção da mudança econômica para o crescimento, estagnação ou declínio (NORTH, 1991, p. 97, tradução nossa).

O conceito apresentado acima é amplamente aceito na literatura e a referida citação é realizada com relativa frequência em trabalhos acadêmicos²⁷. De um modo geral, há o entendimento bastante claro de que “instituições importam” para o desenvolvimento econômico, principalmente a partir das contribuições originais de Acemoglu, Johnson e Robinson (2001, 2002)²⁸.

Os referidos trabalhos argumentaram que o tipo de instituições que os colonizadores europeus impuseram às suas colônias dependia das condições encontradas nas respectivas regiões, o que foi determinante para o atual estado de desenvolvimento dos respectivos países. O argumento estabelece que em localidades que à época eram ricas e densamente povoadas ou que apresentavam elevadas taxas de mortalidade entre os colonizadores foram implantados métodos opressivos de produção e de taxaçaõ, cujos confiscos violavam os direitos de propriedade, o que ficou conhecido como Instituições Extrativas. Por outro lado, em regiões com população relativamente escassa, nas quais as terras eram menos adequadas para as plantações extensivas, foram estabelecidos métodos que incentivavam o povoamento, oferecendo sustentação aos direitos de propriedade privada e, conseqüentemente, favorecendo a participação dos agentes econômicos na sociedade, o que ficou conhecido como ou Instituições Inclusivas. A partir do processo de industrialização observado no século XIX, regiões que no período imediatamente anterior eram ricas e estavam moldadas por instituições extrativas apresentaram intenso declínio econômico. Por outro lado, as regiões moldadas por instituições inclusivas prosperavam, visto que ofereciam oportunidades para a inovação tecnológica e empresarial por nelas vigorar o estado de direito e por oferecerem garantias adequadas dos direitos de propriedade. Esse fenômeno foi chamado de “a reversão da fortuna” (ACEMOGLU; JOHNSON; ROBINSON, 2001, 2002; ACEMOGLU; ROBINSON; WOREN, 2012).

²⁷ North e Weingast (1989), que estudaram a relação entre instituições e o comportamento do governo, configurou uma contribuição seminal e significativa para a compreensão do conceito como “limitação de poder discricionário”, argumento que, por sua vez, está alinhado com Hayek (1960). No entanto, o que se pretende nesse momento é sistematizar o argumento pró-instituições, e não necessariamente definir o conceito exaustivamente. Assim, para não se furtar desse debate relevante, recomenda-se consultar Acemoglu et al. (2005) para avaliar as diferentes visões de instituições e como cada uma delas pode ser fonte de ineficiências. Adicionalmente, consultar Acemoglu (2017, Chapter 1).

²⁸ Uma abordagem didática e repleta de exemplos sobre a relação entre instituições e desenvolvimento econômico pode ser encontrada em Acemoglu, Robinson e Woren (2012). Para uma abordagem mais rigorosa sugere-se Ménard e Shirley (2005) e Acemoglu (2009).

O pressuposto de que instituições são a causa fundamental no crescimento econômico no longo prazo foi estabelecido de maneira bastante didática por Acemoglu, Johnson e Robinson (2005), que desenvolveram detalhadamente a abordagem do conflito social²⁹. Segundo os autores, instituições econômicas importam para o crescimento porque elas moldam os incentivos dos principais atores econômicos, influenciando a determinação de investimentos em capital físico, em capital humano e em tecnologia. Entretanto, a principal contribuição dos autores foi desenvolver uma teoria sobre instituições.

O argumento consiste basicamente nos pontos a seguir:

- a) dado que as instituições definem o resultado do jogo econômico, indivíduos terão diferentes preferências sobre as diferentes instituições econômicas, especificamente por causa da alocação de recursos que elas induzem;
- b) instituições econômicas são endógenas, determinadas por escolhas coletivas na sociedade em razão, principalmente, de suas consequências econômicas. Dado que os indivíduos em geral não concordam em relação as suas preferências, tanto eficiência quanto distribuição não poderão ser separados. Há um conflito de interesses entre diferentes indivíduos ou grupos, assim, instituições econômicas dependerão do poder político exercido por cada grupo;
- c) o “*commitment problem*”³⁰ explica a razão pela qual eficiência e distribuição são inseparáveis, visto que instituições econômicas são escolhas coletivas garantidas pelo Estado. Como não há terceiros para fazer cumprir as decisões de Estado, problemas de compromisso são particularmente graves na esfera política;
- d) a distribuição do poder político na sociedade também é endógena, a estrutura de equilíbrio das instituições econômicas é determinada por quem tem o poder de decisão, isto é, por quem pode criar e manter instituições econômicas e se beneficiar delas. Assim, a distribuição do poder político determina as instituições econômicas, a alocação de recursos e, conseqüentemente, a taxa de crescimento da economia;
- e) o poder político tem duas formas: o poder *de jure*, determinado pelas instituições políticas, tais como a constituição e as regras eleitorais, e o poder *de facto*, que

²⁹ Acemoglu, Johnson e Robinson (2005, p. 421-428) apresentaram abordagens distintas para compreender porque diferentes países têm diferentes instituições econômicas, considerando as seguintes hipóteses: (i) porque essas são socialmente eficientes – *the Political Coase Theorem*; (ii) porque elas são fruto de diferentes ideologias; (iii) porque elas são consequências não intencionais de eventos históricos e; (iv) porque elas são consequência de um conflito social, onde grupos com poder político e econômico buscam maximizar suas próprias rendas. A visão do conflito social é aquela desenvolvida pelos autores e compartilhada no presente trabalho.

³⁰ Problema de compromisso, ou dificuldade de estabelecer compromissos críveis entre partes distintas.

- decorre da capacidade de resolver o problema de ação coletiva, mobilizar armas, entre outros;
- f) a distribuição do poder político *de facto* é influenciada pela distribuição de recursos na sociedade, enquanto que essa é influenciada por instituições econômicas e pelos resultados econômicos no passado;
- g) como instituições políticas também são endógenas, o equilíbrio de poder político atual determina as instituições políticas futuras, que são importantes por alocarem o poder político *de jure* no futuro. Como o poder *de facto* é, em geral, transitório, as instituições políticas são muitas vezes cruciais na criação de uma fonte de poder político durável. Isso faz com que seja muito atraente para os grupos de interesse usar o seu poder político *de facto* para mudar as instituições políticas *de jure*, de modo a alterar simultaneamente a distribuição de recursos na sociedade e o poder político futuro em seu favor.



Fonte: Acemoglu, Johnson e Robinson (2005, p. 392).

A Figura 1.1 corresponde a uma representação simplificada da teoria das instituições desenvolvida pelos autores anteriormente citados. Em resumo, existem duas variáveis-chaves que são instituições políticas e a distribuição dos recursos no tempo t . Enquanto as instituições políticas determinam a distribuição do poder político *de jure* na sociedade, a distribuição dos recursos influencia a distribuição do poder político *de facto*. Essas duas fontes de poder político afetam a escolha das instituições econômicas e influenciam a evolução futura das instituições políticas. Instituições econômicas determinam os resultados econômicos, incluindo a taxa de crescimento agregado da economia e a distribuição dos recursos em $t + 1$. Embora as instituições econômicas sejam o fator essencial na formação de

resultados econômicos, elas próprias são endógenas e determinadas por instituições políticas e pela distribuição de recursos na sociedade³¹.

Portanto, uma vez estabelecido o conceito de instituições e com base na referida abordagem, constata-se que elas de fato importam porque influenciam fundamentalmente a estrutura de incentivos econômicos em uma sociedade. Sem direitos de propriedade bem definidos, as pessoas não terão incentivos para investir em capital físico ou humano, ou até mesmo adotar tecnologias mais eficientes. Além disso, instituições econômicas também são importantes porque ajudam a alocar recursos para seus usos mais eficientes (ACEMOGLU; JOHNSON; ROBINSON, 2005, p. 389).

Assim, neste ponto do trabalho, encontram-se estabelecidos os principais conceitos, bem como fica constituída a relação entre as instituições, os fluxos internacionais de capitais e o desempenho econômico dos países. O passo seguinte, portanto, consistirá em apresentar regularidades empíricas ou fatos estilizados que caracterizam o processo de integração financeira ocorrida nas últimas décadas e que foram selecionados para elucidar a relevância do tema e sua importância atual.

1.2 FATOS ESTILIZADOS³²

Este tópico tem por objetivo estabelecer algumas regularidades empíricas presentes no comportamento dos fluxos internacionais de capitais ao longo das últimas décadas. Tais aspectos servem não apenas como motivação, mas também como justificativa para o estudo sobre o tema em questão. Busca-se, com isso, apresentar uma visão geral e integrada do problema do estudo, além de caracterizar de forma mais apropriada à dimensão e a relevância do assunto.

Fato #1 – Desequilíbrios Globais: os fluxos internacionais de capitais ocorrem dos países em desenvolvimento para os países desenvolvidos, em especial, para os Estados Unidos.

³¹Coyne e Leeson (2004, 238) classificam diferentes tipos de instituições conforme a seguir: Instituições Econômicas: Direito de Propriedade (bem definidos, garantidos e com liberdade de contrato), Abertura no Mercado de Capitais e de Produtos, Ausência de Restrições à Entrada e Saída de Mercados; Instituições Políticas: Mecanismos de Pesos e Contrapesos ou *Check and Balance*, Federalismo, Prestação de Contas ou *Accountability* e Transparência; Instituições Legais: Estado de Direito – regras gerais, estáveis, previsíveis e um judiciário independente, além de Tribunais Funcionais e Acessíveis.

³² Os fatos estilizados presentes nessa seção foram inspirados fundamentalmente em Gourinchas e Rey (2014).

De acordo com o modelo neoclássico de crescimento para uma economia aberta, sob livre mobilidade de capitais, os fluxos internacionais deveriam fluir dos países ricos para os países pobres, visto que, teoricamente, o segundo grupo apresentaria produtividade marginal do capital por trabalhador significativamente superior àquela observada no primeiro grupo³³. Contudo, dado que ao longo do tempo essa previsão jamais fora corroborada pelas evidências empíricas, ou seja, os fluxos não se deslocavam para as economias em desenvolvimento e ocorriam majoritariamente entre as economias avançadas, a inconsistência teórica em questão ficou conhecido como Paradoxo de Lucas (LUCAS, 1990)³⁴.

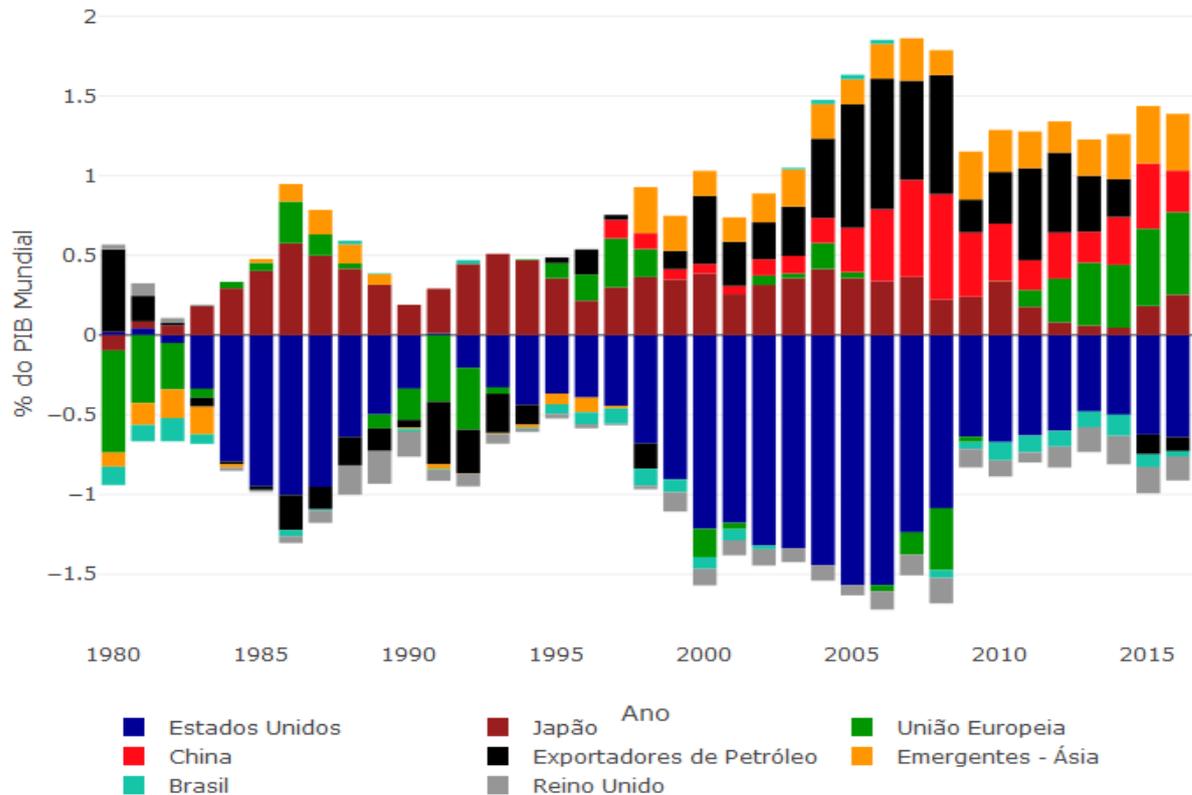
Entretanto, particularmente a partir da primeira década dos anos 2000, observou-se que alguns países desenvolvidos, principalmente os Estados Unidos, passaram a incorrer em sucessivos e significativos déficits na sua conta corrente e que esses estavam sendo financiados especialmente pelos fluxos provenientes de mercados emergentes. Esse episódio recente evidenciou que o capital estava, na realidade, fluindo dos países em desenvolvimento para as economias avançadas. Em suma, estava ocorrendo algo diametralmente oposto àquilo que era preconizado pela teoria econômica convencional, caracterizando uma nova situação paradoxal que ficou conhecida como “Desequilíbrios Globais”.

O Gráfico 1.1 apresenta os desequilíbrios globais por meio do resultado em conta corrente como proporção do PIB Mundial para os países selecionados ao longo do período compreendido pelos anos de 1980 a 2016³⁵. De um modo geral, a partir da década de 1990 os sucessivos déficits em conta corrente dos Estados Unidos passaram a ser financiados por fluxos de capitais oriundos de países em desenvolvimento, principalmente da China, dos países exportadores de petróleo e dos demais emergentes asiáticos, manifestando-se com maior intensidade no período imediatamente anterior a crise de 2007-2008.

³³ Essa é uma previsão bastante conhecida e difundida, facilmente derivada por meio da manipulação algébrica de uma função de produção Cobb-Douglas, característica dos modelos neoclássicos de crescimento econômico. Uma boa referência para compreensão desses modelos é Blanchard e Fisher (1989), entretanto, Klein (2005) apresentou tal derivação de maneira bastante simples e intuitiva, comparando as condições de autarquia e de livre mobilidade. Adicionalmente, consultar Barro et al. (1995).

³⁴ Diversos estudos explicaram o Paradoxo de Lucas como consequência de fragilidades institucionais, tal como apresentado por Reinhart e Rogoff (2004), Alfaro et al. (2008), Buchanan, Le e Rishi (2012).

³⁵ Cabe destacar que o grupo dos países exportadores de petróleo é composto por: Arábia Saudita, Bahrein, Canadá, Iran, Kuwait, Líbia, México, Nigéria, Noruega, Omã, Rússia e Venezuela. Por outro lado, o grupo dos emergentes asiáticos é composto por: Coreia do Sul, Filipinas, Indonésia, Malásia, Singapura, Taiwan e Tailândia. Por fim, é necessários ressaltar que o Reino Unido foi segregado da União Europeia.

Gráfico 1.1 – Desequilíbrios Globais: resultado da conta corrente de 1980 a 2016.

Fonte: World Economic Outlook Dataset (2017).

Um aspecto relevante a ser destacado é que o fenómeno dos desequilíbrios globais ocorreu simultaneamente a uma queda sistemática, constante e persistente nas taxas de juros de curto e longo prazos nas economias avançadas. Apesar de o processo ter se tornado mais generalizado na década de 1990, cabe destacar que o mesmo ficou significativamente mais pronunciado no período posterior à Grande Recessão. O Gráfico 1.2 apresenta as respectivas taxas mensais acumuladas em 12 meses durante o período de 1980 a 2016³⁶.

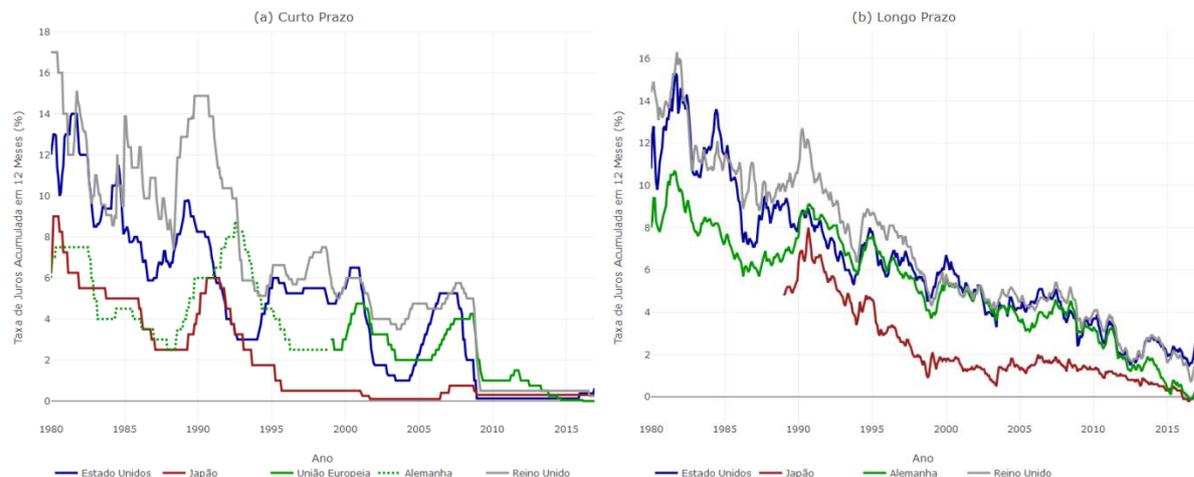
A análise dos dados apresentados permite que sejam percorridas algumas considerações preliminares. Se por um lado há consenso de que a queda significativa dos juros observada no período imediatamente posterior à crise – em especial nas taxas curtas – foi consequência das políticas monetárias não convencionais³⁷ adotadas pelos países

³⁶ Com relação às taxas de curto prazo utilizou-se a taxa de juros da política monetária para a Área do Euro, Estados Unidos e Reino Unido e a taxa de desconto para o Japão, conforme disponível em IMF (2017). Para as taxas de longo prazo foram utilizados os valores disponíveis por OECD (2017).

³⁷ Quando a crise eclodiu, a maioria dos bancos centrais reagiu cortando agressivamente as taxa básicas de juros – o que corresponderia à “Política Convencional”. Contudo, rapidamente atingiu-se o limite inferior ou nível zero – *zero lower bound*. Nesse contexto, as “Políticas Monetárias Não Convencionais” corresponderam à manutenção das taxas de juros da política monetária em seu limite inferior e o uso do balanço do banco central

desenvolvidos para estimular suas economias diante do forte choque de demanda sofrido por ocasião do colapso do sistema financeiro norte-americano, não existe consenso com relação às causas da queda sistemática das respectivas taxas no período imediatamente anterior. Esse aspecto é inclusive relevante quando considerado o comportamento de queda das taxas longas, dado que, paradoxalmente, os referidos países têm apresentado uma significativa elevação da sua dívida pública³⁸, mesmo quando considerada com proporção do PIB. Com relação a essa questão, Bernanke (2005) apontou para a existência de um excesso global de poupança – *global saving glut* – que, conseqüentemente, aumentou a demanda por títulos emitidos pelos governos das economias avançadas, em especial dos Estados Unidos, e pressionou para baixo as taxa de juros, principalmente, no período anterior à crise³⁹.

Gráfico 1.2 – Taxa de juros (%) acumulado no ano nas economias avançadas de 1980 a 2016.



Fonte: IMF (2017) e OECD (2017).

O fato de as taxas de juros terem apresentado uma trajetória decrescente no período analisado, além de terem se mantido próximas de zero no intervalo posterior à crise, evidencia a existência de enorme liquidez internacional, algo intensificado pelas políticas monetárias não convencionais. Além disso, a disposição das economias emergentes e em desenvolvimento em financiar o déficit comercial norte-americano pode ser interpretada como

para a compra de ativos dos bancos privados (flexibilização segmentada) e títulos do tesouro de longo prazo (flexibilização quantitativa), com objetivo de introduzir ainda mais liquidez na economia e forçar a redução das taxas mais longas, estimulando assim a demanda agregada.

³⁸ Claramente, se o aumento significativo da dívida pública fosse percebido como insustentável, a pressão sobre os juros, em especial nos de longo prazo, ocorreria no sentido oposto, ocasionando um aumento e não uma diminuição. Como exemplo, pode-se citar o caso do Japão, que mesmo com uma dívida pública superior a 100% do PIB foi o primeiro país a encontrar o limite inferior das taxas curtas e manteve as taxas longas significativamente baixas ao longo da década de 2000, portanto, anterior a Grande Recessão.

³⁹ Apesar de admitir a existência de outros argumentos, o excesso de poupança global é suficiente para estabelecer o fato estilizado em questão.

um movimento de fuga do risco. Assim, considerando a possibilidade desses movimentos estarem relacionados entre si, pode-se supor que tenha ocorrido um aumento significativo na integração financeira ao longo das últimas décadas, tanto nas economias avançadas, quanto nos principais mercados emergentes. Esse aspecto será verificado a seguir.

Fato #2 – A globalização financeira cresceu significativamente, ao passo que, em alguns casos, a soma dos ativos e passivos financeiros é superior ao PIB do país/região.

No contexto dos desequilíbrios globais e de queda persistente das taxas de juros curtas e longas nas economias avançadas, observa-se simultaneamente um aumento significativo da globalização nas finanças internacionais. O Gráfico 1.3 apresenta o comportamento dos indicadores de liberalização financeira *De Facto*⁴⁰ e *De Jure*⁴¹ ao longo do período 1970 a 2015⁴² nas economias que compõem o G7 e o BRIC⁴³.

Os painéis (a) e (b) apresentam a liberalização financeira *De Facto* para o respectivo grupo de países para o período 1970 a 2015. Enquanto o primeiro painel considera a soma das posições de ativos e passivos externos como proporção do PIB ponderado dos países que compõem cada grupo, no segundo se utiliza o PIB mundial como fator de ponderação. Observa-se no painel (a) que a partir de meados da década de 1990 ocorreu um aumento significativo da liberalização financeira em ambos os grupos de países, de modo que a soma de ativos e passivos externos alcançou o valor equivalente a quatrocentos por cento do PIB ponderado do G7 e aproximadamente cem por cento do PIB no BRIC.

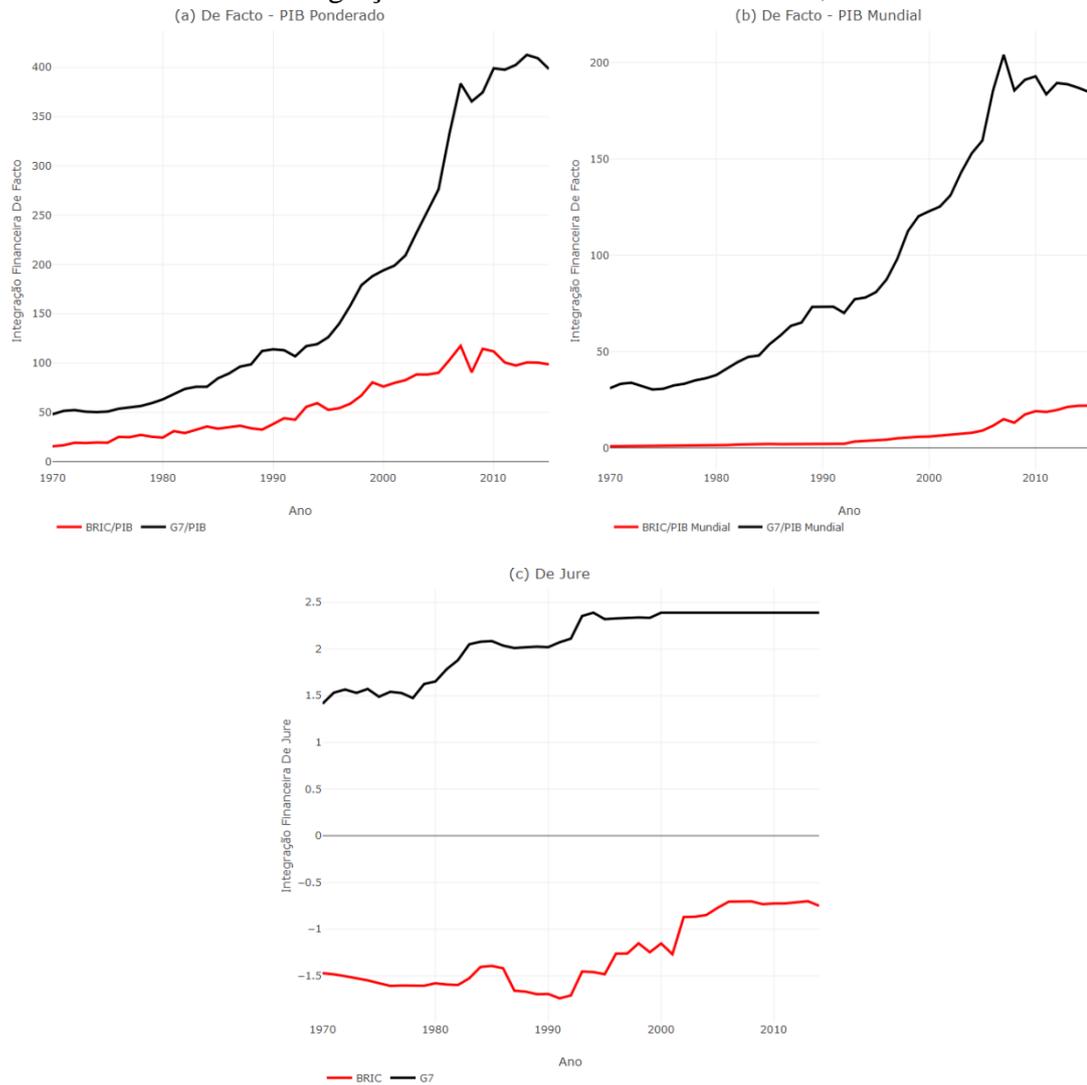
⁴⁰ Define-se liberalização financeira *De Facto* como a soma das posições de ativos e passivos externos em proporção ao PIB ponderado por país, região, ou até mesmo, do PIB mundial.

⁴¹ Liberalização financeira *De Jure* busca mensurar as restrições legais impostas pelos países aos fluxos internacionais de capitais. Apesar da existência de numerosos indicadores, utilizou-se o índice Chinn-Ito para medir a liberalização financeira *De Jure* por se tratar de um elemento bastante conhecido e citado na literatura internacional (CHINN e ITO, 2006).

⁴² É importante destacar que a base de dados *External Wealth of Nations*, desenvolvida por Lane e Milesi-Ferretti (2007) encontra-se atualizada até 2011. Todos os gráficos apresentados a seguir que compõem os fatos estilizados que utilizam a posição internacional de investimento foram atualizados até o ano de 2015 – para captar o comportamento posterior a Grande Recessão – por meio da base de dados do Fundo Monetário Internacional, que passou a oferecer esse indicador para a maioria dos países apenas a partir de 2001. Entretanto, é notória e sabida a existência de divergências metodológicas entre as diferentes fontes utilizadas, de modo que o uso de ambos em conjunto é justificável apenas para visualização do comportamento dos dados recentes e como motivação do tema de pesquisa, não sendo recomendável o seu uso para análises estatísticas.

⁴³ O G7 é composto pelas sete maiores economias avançadas, sendo elas a Alemanha, o Canadá, os Estados Unidos, a França, a Itália, o Japão e o Reino Unido. O BRIC é composto pelas quatro maiores economias emergentes, sendo elas o Brasil, a China, a Índia e a Rússia.

Gráfico 1.3 – Integração Financeira *De Facto* e *De Jure*, 1970 a 2015.



Fonte: Lane e Milesi-Ferreti (2006), IMF (2017), Chinn e Ito (2006), World Bank (2017).

Já painel (b) evidencia que a integração financeira dos países que compõe o BRIC é pouco significativa como proporção do PIB mundial, ao contrário do G7, cuja soma dos ativos e passivos externos diz respeito a praticamente o dobro do valor correspondente a todos os bens e serviços produzidos no planeta na metade da segunda década de 2000. Os valores encontrados mostram o quão significativo é o tamanho do mercado financeiro global. Essa característica, como tratado anteriormente, pode corresponder a um aspecto relevante para o desenvolvimento dos países, mas também pode representar riscos quando não se encontra disponível suficiente capacidade de absorção dos respectivos volumes de capital.

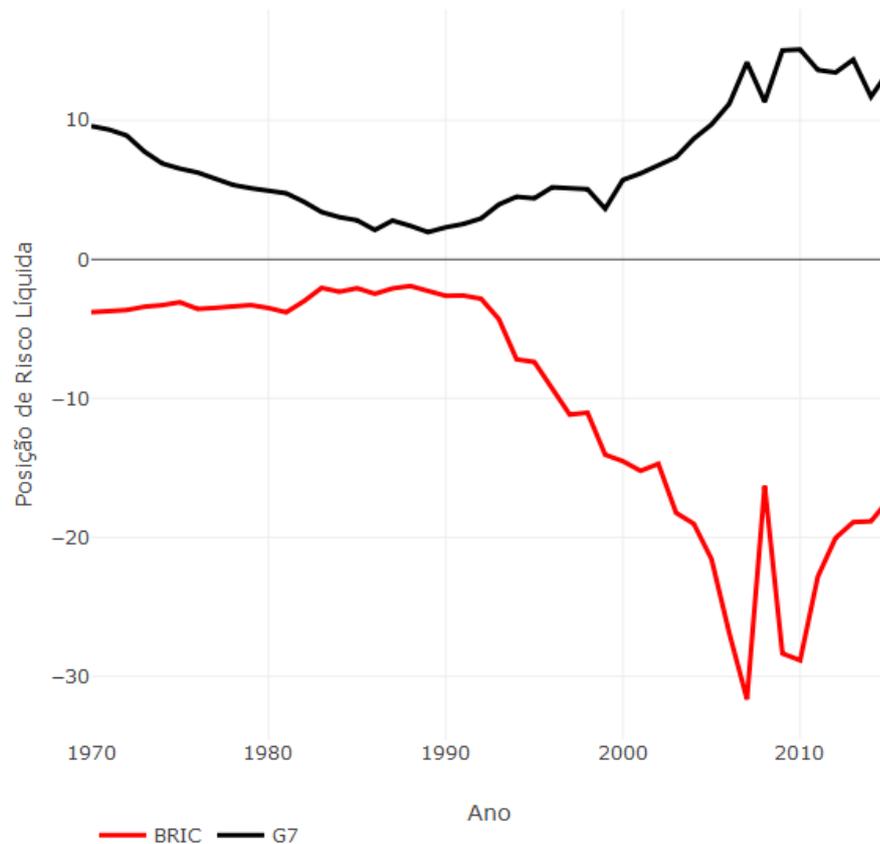
Uma possível justificativa para que a integração financeira seja mais pronunciada entre as economias avançadas em comparação aos mercados emergentes talvez esteja na existência de controles menores sobre os respectivos fluxos. O painel (c) apresenta a

integração financeira *De Jure* medida pelo índice Chinn-Ito, que tenta captar as barreiras formais aos fluxos internacionais de capitais. Apesar do claro processo de liberalização ocorrido a partir da década de 1990, os países que compõe o BRIC ainda se mostram significativamente mais fechados aos capitais internacionais quando comparados ao G7. Em geral, essas limitações legais são justificadas pelo argumento de que uma eventual exposição excessiva ao movimento financeiro internacional poderia, a princípio, gerar consequências macroeconômicas indesejáveis.

Fato #3 – Realocação Global dos Riscos: a alocação dos ativos externos tem se mostrada heterogênea entre os diferentes grupos de países.

Tão relevante quanto observar a tendência da liberalização financeira é verificar como os fluxos e, conseqüentemente, os riscos, são alocados entre ambos os grupos de países. O Gráfico 1.4 apresenta a Posição de Risco Líquida⁴⁴ no período 1970 a 2015 para as economias do G7 e BRIC. A partir da década de 1990, constatou-se que, em relação aos seus passivos, as economias emergentes passaram investir os fluxos de ativos predominantemente em instrumentos financeiros de baixo risco – em geral, de curto prazo e retorno pré-determinado. Por outro lado, quando comparado aos seus passivos, as economias avançadas tenderam a alocar seus ativos em investimento de risco mais elevado – em geral, de longo prazo e sem retorno pré-determinado.

⁴⁴ A Posição de Risco Líquida é definida como a soma das posições de ativos alocados em investimento estrangeiro direto e em carteira, subtraído da soma das posições de passivos alocados em investimento estrangeiro direto e em carteira como proporção do PIB do país, região ou grupo.

Gráfico 1.4 – Posição de Risco Líquida, 1970 a 2015.

Fonte: Lane e Milesi-Ferreti (2006) e IMF (2017).

Com relação a ambos os grupos, há dois comportamentos distintos que podem ser elucidados pelo gráfico em questão, caracterizados pela existência de um fenômeno que pode ser chamado de um processo de realocação do risco entre as principais economias globais. Por um lado, observa-se que as economias emergentes têm buscado alocar seus ativos, como por exemplo, as reservas internacionais, em títulos seguros e de curto prazo. Esses ativos estão vinculados principalmente às economias avançadas – como, por exemplo, os títulos do tesouro norte americano – e têm como objetivo criar um “colchão de liquidez” para momentos de tensão internacional⁴⁵.

Por outro lado, as economias avançadas têm alocado seus ativos em investimentos de risco e de longo prazo, em geral por meio de investimento direto ou em carteira nos mercados emergentes. Nesse sentido, fica constituído um cenário que pode ser caracterizado por uma fuga do risco por parte dos países em desenvolvimento, ao mesmo tempo em que se constitui

⁴⁵ Nesse sentido, é importante retomar a questão das crises cambiais já citadas anteriormente, que desencadearam processos severos de crises econômicas. Esse colchão de liquidez funcionaria como um seguro contra choques adversos e/ou ataques especulativos contra a moeda local.

um maior “apetite por risco” por parte das economias avançadas. Fundamentalmente, observa-se a existência de um processo global de realocação dos riscos entre os diferentes grupos de países.

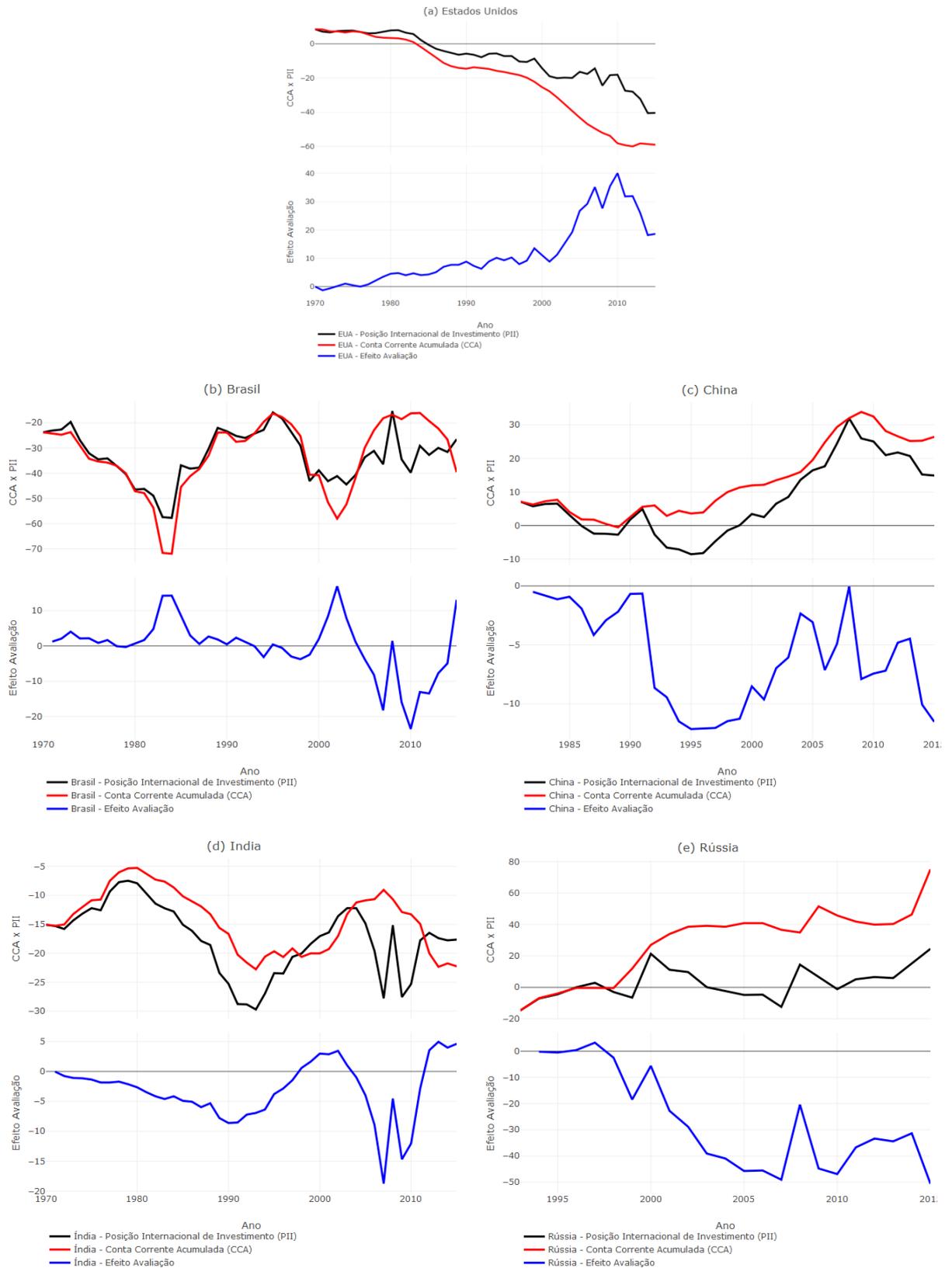
Fato #4 – Efeito Avaliação: variações nas taxas de câmbio e nos preços dos ativos e passivos financeiros podem representar significativas transferências de riquezas entre os países.

Constatou-se até então a existência de diferenças significativas não apenas nos montantes dos fluxos internacionais de capitais entre os países, mas também na sua composição. Diante dessas particularidades, é natural supor que flutuações nos preços dos ativos e nas taxas de câmbio ofereçam a possibilidade de potenciais transferências de riquezas entre as respectivas economias. A maneira usual de observar e mensurar esse fenômeno é por meio do cálculo do Efeito Avaliação.

Por definição, a conta corrente do balanço de pagamentos não incorpora as flutuações nos valores dos estoques negociados, ao contrário da posição internacional de investimento, cujos estoques são atualizados periodicamente. Nesse sentido, comparar o estoque de ativos financeiros com o saldo acumulado da conta corrente consiste em uma maneira de estimar, teoricamente, o valor acumulado dos ganhos ou das perdas financeiras decorrentes dessas variações, o que corresponde ao Efeito Avaliação.

O Gráfico 1.5 apresenta o resultado da conta corrente acumulada (CAA), a Posição Internacional do Investimento (PII) – ambos como proporção do PIB – e o Efeito Avaliação para os países selecionados de 1970 a 2015. Conforme evidenciado no painel (a), os Estados Unidos apresentaram ao longo de todo o período analisado um resultado acumulado em conta corrente substancialmente superior ao estoque de investimento externo líquido necessário para financiá-lo.

Gráfico 1.5 – Conta Corrente Acumulada (CAA), Posição Internacional do Investimento (PII) e Efeito Avaliação, 1970 a 2015.



Fonte: Lane e Milesi-Ferreti (2006) e IMF (2017).

Nesse sentido, cabe destacar que nos Estados Unidos o Efeito Avaliação alcançou cerca de 40% no ano de 2010 e que, apesar da queda no período mais recente, o mesmo se manteve superior a 20% em 2015. Isso sugere que o país está obtendo um significativo ganho financeiro líquido sobre seus ativos externos, o que permite sustentar o seu crescente déficit em conta corrente sem que seja gerada uma pressão excessiva para o seu financiamento o que, conseqüentemente, evita a necessidade de um ajuste mais significativo.

Entretanto, esse “privilégio exorbitante” não é compartilhado pelos principais países emergentes⁴⁶. Os painéis (b), (c), (d) e (e) apresentam o comportamento das variáveis analisadas para Brasil, China, Índia e Rússia respectivamente. Por um lado, observa-se que Brasil e Índia intercalam períodos em que apresentam perdas e ganhos financeiros decorrentes das flutuações anteriormente mencionadas. Adicionalmente, verifica-se que no período de cerca de três anos antes e dois anos depois da Grande Recessão ambos intensificaram as suas desvantagens financeiras. Por outro lado, China e Rússia têm apresentado um longo período de perdas. Tal aspecto indica a existência de custos significativos para que ambos sustentem os elevados e sucessivos superávits em sua conta corrente e que essa perspectiva se manifesta no lado financeiro das relações internacionais.

Pode-se constatar, assim, que as perdas e ganhos sobre os ativos e passivos externos consistem em um componente importante das posições externas brutas. Particularmente, conforme evidenciado no Gráfico 1.5, há indícios de que os Estados Unidos estejam financiando seu crescente déficit comercial a um custo relativamente baixo e, em parte, por meio de transferências de riqueza oriundas dos mercados emergentes. Enquanto isso, países como China e Rússia estão sustentado sucessivos superávits comerciais a um custo relativamente elevado, além de prover uma “ajuda” significativa ao financiamento do déficit comercial norte americano.

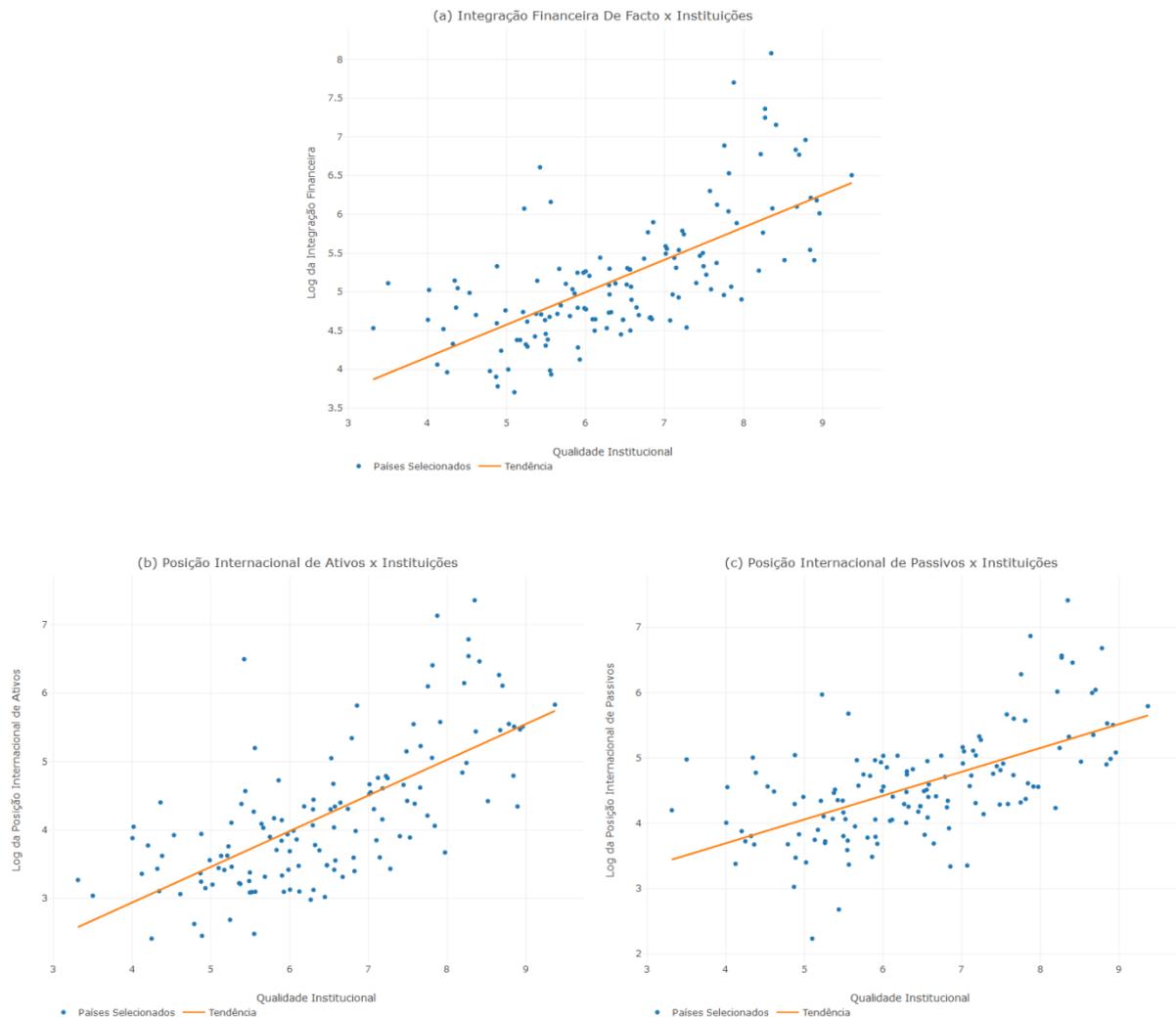
Fato #5 – Países com maior qualidade institucional tendem a apresentar níveis mais elevados de integração financeira.

Um aspecto recorrente na literatura econômica é que países mais desenvolvidos em geral apresentam maior qualidade institucional, de modo que esse fato estilizado é utilizado exaustivamente na literatura econômica para motivar e justificar a hipótese de que instituições

⁴⁶ Na verdade, conforme Gourinchas e Rey (2014, p. 594-597), esse privilégio não é nem mesmo compartilhado pelos demais países desenvolvidos. Segundo os autores, nem mesmo Reino Unido, Alemanha ou Japão têm apresentado comportamento semelhante à economia norte-americana no período de análise.

são a causa fundamental do crescimento econômico no longo prazo⁴⁷. Entretanto, essa mesma perspectiva também pode ser utilizada para estabelecer uma relação entre integração financeira e a qualidade das instituições.

Gráfico 1.6 – Integração Financeira *De Facto*, Posição Internacional de Ativos e Passivos e Instituições – países selecionados⁴⁸ em 2011 (em log).



Fonte: Lane e Milesi-Ferreti (2007) e PRS Group (2017).

O Gráfico 1.6 apresenta a relação entre instituições e os logaritmos da integração financeira *De Facto*, da posição internacional de ativos e da posição internacional de passivos

⁴⁷ Nesse caso, em geral há uma relação positiva entre o logaritmo do PIB per capita em Paridade Poder de Compra (PPC) e o nível de qualidade institucional.

⁴⁸ A base de dados *External Wealth of Nations* de Lane e Milesi-Ferreti (2007) contém 189 países, enquanto que o Political Risk Index de PRS Group (2017) possui 140 países. Assim, para não tornar a leitura exaustiva, os mesmos não serão descritos, contudo, os países incluídos nos gráficos foram aqueles em que os dados das duas bases eram, de fato, compatíveis.

para os países selecionados no ano de 2011⁴⁹. O painel (a) aponta para uma relação positiva entre a qualidade das instituições e a integração financeira *De Facto*. Esse aspecto se torna bastante evidente se observado o comportamento da reta de tendência. Nesse caso, países com nível de qualidade institucional mais elevado também são mais integrados ao mercado internacional de capitais.

Comportamento semelhante pode ser constatado nos painéis (b) e (c), que consideram apenas os estoques de ativos e de passivos externos, respectivamente, indicando que países com melhores instituições tendem a deter estoque maior desses instrumentos financeiros em relação ao seu PIB. Apesar de não estabelecer uma relação causal, os gráficos corroboram a existência de uma relação simultânea entre as instituições e os movimentos internacionais de capitais, assim como a relação já estabelecida na literatura de uma associação entre instituições e o desenvolvimento econômico. Portanto, demonstra-se por meio dessa regularidade empírica o último elo relevante para fundamentar a conexão entre instituições, fluxos internacionais de capitais e desempenho econômico, que consiste no principal aspecto que será discutido no presente trabalho.

Por fim, os fatos estilizados possibilitam que sejam percorridas algumas considerações preliminares que permitem apresentar uma visão integrada do fenômeno em questão. Em um primeiro momento, foi identificada a existência dos desequilíbrios globais, em que ficou caracterizado que, ao longo das últimas décadas, países em desenvolvimento têm financiando o déficit em conta corrente das economias avançadas, em especial dos Estados Unidos. Isso decorre do fato de que alguns países – especialmente emergentes – estarem acumulando sucessivos superávits comerciais, contribuindo para a existência de um excesso global de poupança. Esse “excesso de demanda” por instrumentos financeiros emitidos nas economias avançadas pressiona para baixo as suas respectivas taxas de juros, permitindo o financiamento dos referidos déficits a um custo significativamente reduzido.

Esses desequilíbrios em escala global são viabilizados pela livre mobilidade de capitais, que está cada vez mais pronunciada. Dessa forma, simultaneamente ao fenômeno anterior, observou-se o aumento da liberalização financeira, algo que pode ser constatado tanto pelo critério *De Facto* quanto o *De Jure*. Tal aspecto tem permitido que ocorra, concomitantemente ao processo de queda constante e persistente da taxa de juros, um aumento na busca de retornos cada vez maiores por parte das economias avançadas,

⁴⁹ O ano de 2011 foi escolhido arbitrariamente por ser tratar do dado disponível mais recente na base *External Wealth of Nations*, de Lane e Milesi-Ferretti (2007). Optou-se por utilizar exclusivamente essa fonte para criar o mínimo possível de distorções e incompatibilidades metodológicas. O comportamento dos dados não se altera significativamente se utilizado as médias de períodos de tempo maiores.

estimulando seu apetite por risco nas economias emergentes e em desenvolvimento. Fica então caracterizado o processo de realocação de riscos, que por sinal, indica de que maneira os ativos e passivos financeiros internacionais têm sido alocados ao longo dos últimos anos. Se por um lado os mercados emergentes investem em títulos curtos e seguros, por outro as economias desenvolvidas buscam ativos longos e de risco.

Em meio a essa conjuntura, sustenta-se que o efeito avaliação tem permitido que os Estados Unidos suportem déficits comerciais elevados e crescentes a um custo baixo, dado que o país acaba sendo financiado por significativas transferências de riquezas dos mercados emergentes, em especial de China e Rússia. É nessa conjuntura que se estabelece a relação entre os fluxos internacionais de capitais e as instituições. É conhecida a existência de um fato estilizado que estabelece uma relação positiva entre desenvolvimento econômico e qualidade institucional. Entretanto, observou-se que essa relação também está presente quando considerada relação entre instituições e a liberalização financeira. Logo, fundamenta-se aqui a hipótese de que instituições são fatores determinantes não apenas para o desempenho econômico dos países, mas também para potencializar os efeitos positivos dos fluxos internacionais de capitais e mitigar seus já mencionados efeitos nocivos, possibilitando o crescimento sustentável e estável no longo prazo.

Assim, os fatos estilizados apresentaram um panorama capaz de descrever o atual cenário das finanças internacionais e, na última regularidade empírica analisada, evidenciam a existência de uma relação entre instituições, o movimento internacional de capitais e o desempenho econômico dos países. Entretanto, isso não permite que sejam realizadas quaisquer avaliações entre causa e efeito, sejam quantitativas ou qualitativas sobre as mesmas. Para isso, será necessária uma análise mais abrangente e controlada, sendo esse o principal objetivo deste trabalho. Para alcançar esse propósito, esta tese será organizada da seguinte forma.

Além desta introdução, o trabalho será composto por mais quatro capítulos. O primeiro deles busca avaliar o efeito dos fluxos internacionais de capitais como sobre o desempenho econômico nas economias emergentes e em desenvolvimento por meio da abordagem institucional, enquanto o segundo pretende apresentar evidências sobre a efetividade dos controles de capitais e uma eventual complementariedade com as instituições. Com base nas premissas dos modelos teóricos e evidências geradas ao longo desta tese, o quarto capítulo consistirá em um estudo de caso sobre o Brasil, para que, no quinto e último, sejam discorridas as considerações finais.

2 FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS E CRESIMENTO ECONÔMICO NOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO: UMA ANÁLISE DO PAPEL DAS INSTITUIÇÕES POR MEIO DE PAINÉIS DINÂMICOS

Little else is requisite to carry a state to the highest degree of opulence from the lowest barbarism, but peace, easy taxes, and a tolerable administration of justice; all the rest being brought about by the natural course of things.

(Adam Smith, 1755)

O objetivo deste ensaio é discutir e medir os efeitos dos fluxos internacionais de capitais sobre o desempenho econômico nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento com ênfase no papel das instituições. Diante dos fatos estilizados apresentados até então, este capítulo pretende revisar a literatura teórica e empírica sobre o tema e avaliar os efeitos macroeconômicos dos respectivos fluxos. Busca-se incorporar na análise o período pós Grande Recessão, caracterizado pela alta liquidez internacional gerada pelo uso das políticas monetárias não convencionais nas economias centrais.

2.1 INTRODUÇÃO

Ao longo das últimas décadas tem sido observada uma queda constante e persistente das taxas de juros internacionais⁵⁰. Segundo Bernanke (2005), esse fenômeno decorreu da existência de um excesso global de poupança – *Global Saving Glut* – que aumentou a demanda por ativos das economias avançadas, em especial no período anterior à Grande Recessão. Entretanto, causou espanto e perplexidade que o uso das políticas monetárias não convencionais no período pós-crise não tenha sido seguido nem por uma retomada robusta do crescimento nessas economias, nem por uma escalada inflacionária. Nesse contexto, o próprio consenso macroeconômico pré-crise passou a ser questionado, levando à necessidade de reavaliar as principais diretrizes das políticas praticadas até então⁵¹.

No cenário pós-crise, a tentativa de compreender o que estava ocorrendo nas economias centrais foi fundamentada principalmente em duas explicações distintas. A primeira delas foi a hipótese do excesso de endividamento – *Debt Overhang hypothesis*. De acordo com essa abordagem, o elevado endividamento público e privado que ocorreu nesses países por causa das medidas fiscais contracíclicas e da alta alavancagem das firmas estaria

⁵⁰ Esse fenômeno está descrito no fato estilizado #1.

⁵¹ Esse período foi marcado pela necessidade de repensar a política macroeconômica diante dos novos e crescentes desafios impostos pela crise financeira de 2007-2008. Para uma revisão abrangente sobre os temas de discussão, consultar Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro (2010) e Blanchard et al. (2012, 2014, 2016).

limitando e restringindo não apenas o investimento, mas também o próprio crescimento econômico (KALEMLI-OZCAN; REINHART; ROGOFF, 2016; REINHART; REINHART; ROGOFF, 2012; REINHART; ROGOFF, 2009, 2013). Por outro lado, uma segunda hipótese considerou a existência de uma deficiência secular na demanda agregada – *Secular Stagnation hypothesis* – que, segundo tal abordagem, já estaria se manifestando antes mesmo da crise financeira por meio da queda persistente das taxas de juros⁵². A referida deficiência seria decorrente de fatores demográficos, incertezas, erros de política econômica, aumento do endividamento, estímulo fiscal insuficiente e regulamentação financeira excessiva, o que estaria pressionando a taxa de inovação e, conseqüentemente, limitando o crescimento (SUMMERS, 2013; EGGERTSSON; MEHROTRA; SUMMERS, 2016; EGGERTSSON et al., 2016; SUMMERS, 2016a, 2016b)⁵³.

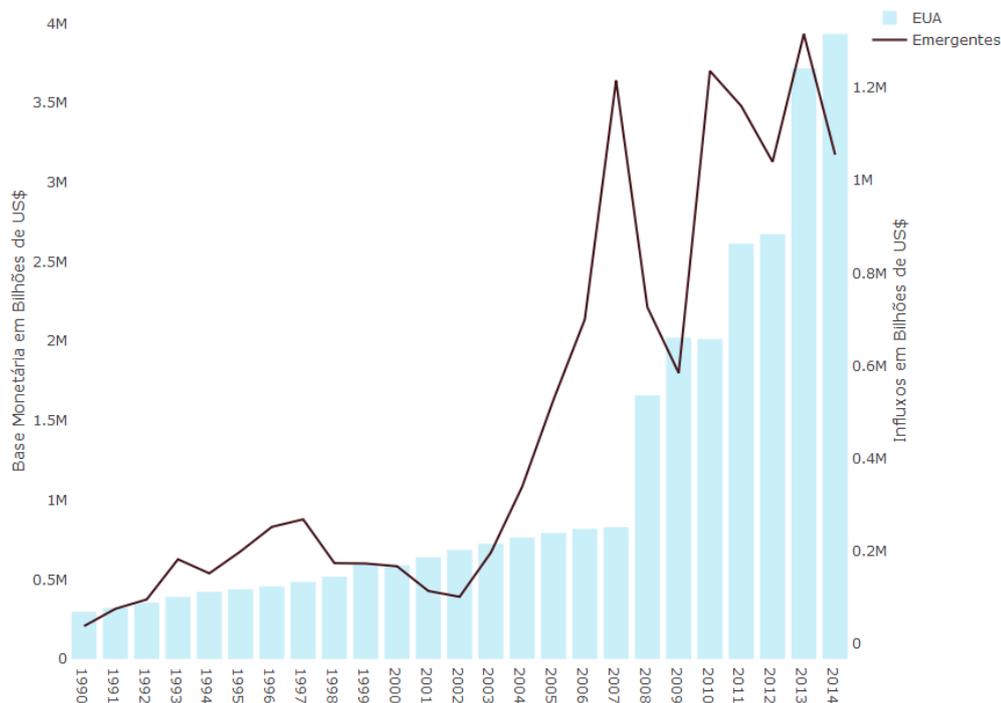
Independentemente da abordagem utilizada para explicar o fenômeno, a expansão da base monetária nas economias avançadas – em especial, na economia norte americana – no período posterior à Grande Recessão por meio do uso de políticas monetárias não convencionais⁵⁴ gerou um aumento significativo nos fluxos internacionais de capitais, em especial dos países desenvolvidos para os emergentes e em desenvolvimento. O Gráfico 2.1 ilustra o comportamento da base monetária nos Estados Unidos e dos influxos de capitais para as economias emergentes no período 1990 a 2014. Observa-se que o período que antecedeu a crise foi caracterizado por uma expansão temporária e significativa nos influxos para os mercados emergentes, em especial no ano de 2007. Entretanto, constata-se claramente que a expansão monetária que perdurou por longo período de tempo – em especial entre 2010 e 2014 – gerou um estado permanente de abundante liquidez para as economias em desenvolvimento.

⁵² Essa é uma interpretação alternativa ao excesso de poupança global, apesar também considerar a premissa de Bernanke (2005) como um dos seus fatores.

⁵³ Recomenda-se Lo e Rogoff (2015) para uma revisão das hipóteses relacionadas ao baixo crescimento econômico no pós Grande Recessão nas economias centrais.

⁵⁴ A cronologia das políticas monetárias não convencionais – ou *Quantitative Easing* (QE) – corresponderam basicamente ao seguinte. Estados Unidos (FED): QE1 de novembro de 2008 a março de 2010; QE2 de novembro de 2010 até junho de 2012; QE3 de setembro de 2012 até outubro de 2014, iniciando a partir dessa última data o chamado *Taper Tantrum*. Inglaterra (Banco da Inglaterra): QE a partir de março de 2009; Zona do Euro (Banco Central Europeu): março de 2015; Japão (Banco do Japão): apesar de esse tipo de política ter nascido no país em março de 2001, o QE do pós-crise iniciou em outubro de 2010.

Gráfico 2.1 – Base monetária nos Estados Unidos e Influxos de Capitais nas Economias Emergentes no período 1990 a 2014 – bilhões de US\$.



Fonte: IMF (2017).

Tais aspectos são fundamentais para o presente capítulo pelos seguintes motivos. Primeiro, independente da hipótese utilizada para explicar o fenômeno – estagnação secular ou excesso de dívida – constatou-se que o ambiente macroeconômico nas economias desenvolvidas se mostrou, por período consideravelmente longo, desfavorável em termos de crescimento econômico. Esse aspecto abriu a possibilidade de que o relaxamento monetário sem precedentes fosse mantido por um período prolongado de tempo. Assim, caso se mantivesse o quadro pós-crise, com índices historicamente baixos de inflação e de atividade econômica, a manutenção dos estímulos monetários e das taxas de juros próximo a zero continuariam a oferecer quantidade abundante de liquidez aos mercados emergentes e em desenvolvimento. Segundo, caso a crescente pressão pela “renormalização” da política monetária e a possibilidade de reversão dos estímulos, associado com uma possível retomada do crescimento econômico e eventuais pressões inflacionárias, representasse o fim do longo ciclo de expansão monetária, o resultado seria uma reversão sem precedentes dos altos níveis de liquidez internacional. Nesse caso, um aumento nas taxas de juros nas economias centrais seria seguido pela provável reversão nos fluxos de capitais, com efeitos potencialmente negativos para as economias periféricas.

Em ambos os cenários, mostra-se extremamente relevante discutir os efeitos macroeconômicos dos fluxos internacionais de capitais para as economias emergentes e em desenvolvimento, o que, de fato, corresponde à justificativa do estudo. Fundamentalmente, busca-se responder se os influxos de capitais nesses países são ou não pró-crescimento, estabelecer os mecanismos pelos quais eles atuam sobre o produto, entender quais os efeitos dos diferentes fluxos de capitais sobre o desempenho econômico, se há riscos em caso de uma eventual reversão e como instituições influenciam nesse processo. A hipótese de pesquisa é que as instituições são capazes de mitigar eventuais efeitos nocivos dos movimentos de capitais e otimizar seus potenciais benefícios.

Assim, além dessa introdução, esse capítulo será composto por mais quatro tópicos. O primeiro deles busca revisar a literatura sobre os efeitos macroeconômicos dos fluxos internacionais de capitais, enquanto o segundo apresenta a fundamentação teórica que será testada no terceiro tópico, que apresenta a estratégia empírica, os resultados obtidos e a discussão. Por fim, no último tópico, serão discutidas as considerações finais na qual serão apresentadas as principais conclusões do ensaio.

2.2 REVISÃO DA LITERATURA

A discussão sobre os efeitos dos fluxos internacionais de capitais é um tema complexo, bastante antigo e está presente na literatura econômica desde, pelo menos, o século XVIII. Hume (1752) já havia entendido que, em um país sob o sistema monetário do padrão ouro, um superávit comercial resultaria em entradas substanciais desse metal e uma correspondente expansão monetária, o que causaria um aumento dos preços dos bens, desestimulando as exportações e estimulando importações. No caso contrário, um déficit geraria o efeito oposto, cuja consequência seria caracterizada basicamente por uma melhora na balança comercial.

Os temas relacionados à mobilidade internacional de capitais têm se mostrado campo bastante fértil para pesquisas e discussões acadêmicas. Em período recente, era possível verificar a existência de um debate polarizado, caracterizado por duas abordagens distintas e antagônicas sobre a questão. Em um dos lados havia uma posição claramente favorável à liberalização financeira, cuja ideia era fundamentada basicamente no argumento da eficiência

alocativa (FISCHER, 1997; SUMMERS, 2000)⁵⁵. Do outro, havia uma abordagem menos positiva e muitas vezes contrária à integração financeira, que alertava para os perigos da livre mobilidade de capitais e lançava dúvidas quanto aos potenciais benefícios gerados (BHAGWATI, 1998; RODRIK; 1998; STIGLITZ, 2000).

Entretanto, conforme Rogoff (2002, p. 55, tradução nossa) “hoje em dia, todos concordam que uma abordagem mais eclética da liberalização da conta de capital⁵⁶ é necessária.”⁵⁷. De um modo geral, o autor entende que é fundamental avaliar os efeitos da liberalização dos diferentes fluxos de capitais sem qualquer espécie de conceito pré-estabelecido. Na mesma linha, Ostry, Loungani e Fuceri (2016) também já haviam se mostrado mais realistas ao admitir que a retirada de restrições à livre mobilidade de capitais entre os países não gerou os benefícios esperados, apesar de reconhecerem que a liberalização foi mais benéfica e menos arriscada nas economias que atingiram certos limiares de desenvolvimento financeiro e institucional.

A Grande Recessão fez com que o consenso macroeconômico vigente tivesse que ser repensado (BLANCHARD; DELL’ARICCIA e MAURO, 2010; BLANCHARD et al. (2012, 2014, 2016)). Em uma manifestação institucional recente, o próprio Fundo Monetário Internacional estabeleceu uma nova concepção com relação à integração financeira. Reconheceu-se formalmente que os fluxos internacionais de capitais seriam, de fato, capazes de gerar benefícios substanciais para os países, incluindo a elevação no investimento, eficiência produtiva, promoção à competitividade e suavização do consumo. Entretanto, dado que tais movimentos muitas vezes estavam associados a riscos significativos que poderiam ser amplificados por falhas na estrutura financeira e institucional dos países, a liberalização financeira deveria ser devidamente planejada, programada e sequenciada, com o objetivo de garantir que os eventuais benefícios superassem os custos envolvidos (IMF, 2012).

Observa-se, portanto, que o debate sobre a liberalização financeira tem se mostrado controverso, em especial diante da inexistência de uma abordagem “*one size fits all*”⁵⁸ e de

⁵⁵ Fisher (1997) inclusive apresentava a percepção institucional do Fundo Monetário Internacional, cuja posição era claramente favorável ao aumento da integração financeira. Entretanto, conforme IMF (2012), em decorrência da crise financeira de 2007-2008, a abordagem da instituição mudou consideravelmente e passou a adotar um posicionamento mais “cauteloso” com relação à abertura dos países aos fluxos internacionais de capitais.

⁵⁶ O autor está claramente tratando de liberalização dos fluxos internacionais de capitais, de forma que o mesmo esta ser referido à abertura da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos.

⁵⁷ Tradução nossa do original: These days, everyone agrees that a more eclectic approach to capital account liberalization is required. (ROGOFF, 2002, p. 55).

⁵⁸ Ostry et al. (2010) e Ostry et al. (2011) destacaram que não existe maneira infalível *one-size-fits-all* (um tamanho serve para todos) para lidar com o impacto dos influxos de capital potencialmente desestabilizadores

um consenso sobre seus efeitos macroeconômicos. Numerosos estudos⁵⁹ buscam sistematizar as evidências presentes na literatura, entre eles Eichengreen (2001), Prasad et al. (2003), Mishkin (2009)⁶⁰, Obstfeld (2009), Kose et al. (2009) e Caprio et al. (2012, Cap. 19 e 20), Rojec e Knell (2017)⁶¹.

Portanto, em razão da vasta literatura empírica, optou-se por apresentar uma revisão composta apenas pelos principais trabalhos selecionados. Em primeiro lugar, observou-se a existência de estudos empíricos que não encontraram qualquer relação robusta entre globalização financeira e desempenho econômico. Grilli e Milesi-Ferretti (1995) investigaram a relação entre integração financeira e crescimento econômico para uma amostra de 61 países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1966-1989 e não encontram evidências de uma relação direta entre ambos. Rodrik et al. (1998), para uma amostra de 100 países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1975-1989, também não encontraram evidências dessa relação.

Para uma amostra de 70 países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1985-2004, Kose et al. (2010) estimaram equações de crescimento e não encontram evidências de que a integração financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo. Com a mesma metodologia, Edison, Levine, Ricci e Sløk (2002) utilizaram uma amostra de 57 países

de curto prazo e elucidaram que questões macroeconômicas relacionadas à apreciação da taxa de câmbio, ao nível das reservas, à inflação e às políticas fiscal devem ser consideradas.

⁵⁹ Kose et al. (2009) indicaram que existem poucas evidências robustas com relação aos benefícios da globalização financeira em termos de crescimento econômico. Em uma revisão da literatura que envolveu vinte e seis estudos empíricos publicados entre 1994 e 2006, os autores encontraram apenas quatro estudos que apresentaram uma relação positiva e robusta entre globalização financeira e crescimento (QUINN, 1997; QUINN; ICLAN e TOYODA, 2001, QUINN e TOYODA, 2008 e VANASSCHE, 2004, apud KOSE et al., 2009, p. 23-26), enquanto os demais encontraram evidências mistas ou não robustas e nenhum efeito ou não foram conclusivos (ALESINA; GRILLI e MILESI-FERRETI, 1994; GRILLI e MILESI-FERRETI, 1995; RODRICK, 1998; EDISON et al., 2002; apud KOSE et al., 2009, p. 23-26). Os autores também revisaram os estudos que avaliaram se a composição dos fluxos importava em termos crescimento. Entre os onze estudos que mediram o impacto do investimento estrangeiro direto, apenas um estabeleceu uma relação positiva e robusta (HAVEMAN; LEI e NETZ, 2001; apud KOSE et al., 2009, p. 31), enquanto que os demais apresentaram evidências mistas ou pouco robustas (BALASUBRAMANYAM; SALISU e SAPPFORD, 1996; BORENSZTEIN; DE GREGORIO e LEE, 1998; DE MELLO, 1999; LENSINK e MORISSEY, 2006; HERMES e LENSINK, 2003; CHOE, 2003; ALFARO et al., 2004; CARKOVIC e LEVINE, 2005; BLONIGEN e WANG, 2005; AYKUT e SAYEK, 2005; apud KOSE et al., 2009, p. 31-32). Com relação aos fluxos de investimento em carteira, dos sete artigos revisados, seis apresentaram evidências de uma relação positiva e robusta (HENRY, 2000^a; BEKAERT; HARVEY e LUNDBLAD, 2001; LI, 2003; BEKAERT; HARVEY; LUNDBLAD, 2005; GUPTA e YUAN, 2005; MITTON, 2006; apud KOSE et al., 2009, p. 35-36) e apenas um apresentou evidência mista ou pouco robusta (HAMMEL, 2006; apud KOSE et al., 2009, p. 36).

⁶⁰ Mishkin (2009) oferece inclusive uma perspectiva histórica do processo, corroborando a importância da abordagem institucional. Entretanto, de um modo geral, o autor também respalda a inexistência de um consenso com relação aos efeitos macroeconômicos dos fluxos internacionais de capitais, e destaca a presença de benefícios potenciais e riscos no processo de liberalização financeira.

⁶¹ Rojec e Knell (2017) compilaram uma recente e extensa revisão dos trabalhos que investigam apenas os efeitos do investimento direto, sem fazer menção aos demais tipos de fluxos.

desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1980-2000 e não encontram evidências de dessa relação, mesmo controlando características econômicas, financeiras e institucionais.

Damasceno (2011) utilizou painéis dinâmicos para uma amostra de 105 países durante o período 1980-2004 e encontrou evidências que não corroboram a hipótese de que a integração financeira estimula o crescimento mesmo controlando o nível desenvolvimento institucional e financeiro, a abertura comercial, a estabilidade macroeconômica e a flexibilidade do regime cambial. Em estudo semelhante para países em desenvolvimento no período 1980-2004, Damasceno (2013) constatou que a poupança externa desestimula o crescimento econômico, de modo e que não há evidências de que os fluxos de capitais estimulem a expansão do produto, nem mesmo quando controlados os níveis de desenvolvimento institucional, desenvolvimento financeiro, abertura comercial, estabilidade macroeconômica e capital humano.

Por sua vez, existem autores que encontraram relações positivas entre os influxos de capitais e desempenho macroeconômico, mas apenas a partir de certos limiares de capital humano, qualidade institucional e desenvolvimento financeiro. Borensztein, De Gregório e Lee (1998) testaram o impacto dos influxos de investimento direto no crescimento econômico em 69 países em desenvolvimento por meio de dados em painel para o período 1970 a 1980. Os autores constataram que a contribuição para o crescimento econômico era mais elevada quanto maior fosse nível de capital humano. Durham (2004) examinou o efeito do investimento direto e do investimento em carteira de ações – *portfolio equity* – no crescimento econômico em 80 países no período 1979-1998 e identificou que os efeitos positivos eram mais significativos em países com melhor desenvolvimento institucional e financeiro.

Bekaert, Harvey e Lundblad (2005) estimaram equações de crescimento para uma amostra de 95 países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1980-1997 e encontram evidências de que a liberalização do mercado de capitais estimula o crescimento econômico e de que esse estímulo é mais pronunciado em países com alto nível de desenvolvimento institucional. Klein (2005), em estudo para 71 países no período de 1976-1995, também identificou que a abertura da conta financeira teve um impacto significativo no crescimento naquelas economias com melhor nível de qualidade institucional.

Adicionalmente, observa-se a existência de estudos que buscam avaliar o impacto de um tipo específico e da natureza dos influxos de capitais no crescimento. Reisen e Soto (2001), em uma análise para 44 países no período 1986-1997, identificaram que tanto investimento direto quanto o investimento em carteiras de ações – *portfolio equity* – têm impacto positivo e significativo no crescimento econômico, ao ponto que instrumentos de

dívida – *bonds* – contribuíram apenas se o sistema bancário estivesse bem capitalizado. Aizenman, Jinjark e Park (2013) investigaram a relação entre crescimento econômico e os fluxos de capitais internacionais desagregados. A análise de 100 países para o período 1990-2010 revelou que o impacto no crescimento depende do tipo de influxo, de maneira que foi encontrada uma relação positiva, significativa e robusta para o investimento direto, enquanto que a relação para o investimento em carteira, apesar de positiva, foi menor e menos significativa. Já a relação entre crescimento e dívida de curto prazo foi nula antes da crise de 2007-2009 e negativa durante a crise.

Por outro lado, Lane e McQuade (2014) exploraram a relação entre os fluxos internacionais de capitais e o crescimento do crédito doméstico em 54 economias avançadas e emergentes durante o período 1993-2008. Os autores encontraram que a expansão do crédito doméstico foi fortemente relacionada com os influxos de dívida – *bonds* –, mas não com os influxos em carteira de ações – *equity* –, o que teria implicações significativas com relação a políticas macro prudenciais. Alfaro e Charlton (2013) exploraram dados no nível da indústria em 29 países no período 1985-2000 e examinaram o efeito dos diferentes tipos⁶² de investimento direto sobre o crescimento. Os autores identificaram que os fluxos direcionados a setores com maior valor agregado geravam maiores níveis de crescimento⁶³. Alfaro et al. (2004) examinaram a inter-relação entre investimento direto, mercado financeiro e crescimento e concluíram que esse tipo de fluxo de capital produziu uma contribuição importante para o desempenho econômico, apesar de o nível de desenvolvimento do mercado financeiro ser crucial para que os efeitos positivos sejam efetivados.

Quinn (1997) avaliou uma amostra de 64 países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1960-1989 e encontrou evidências de que a integração financeira estimula o crescimento econômico no longo prazo. Areta, Eichengreen e Wyplosz (2003) exploraram uma amostra de 61 países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1973-1992 e encontram evidências pouco robustas de que a integração financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo, mesmo para países com um patamar elevado de PIB per capita, de desenvolvimento institucional, de desenvolvimento financeiro e de abertura comercial. Utilizando uma amostra do período 1975-1995, Edison, Klein, Ricci e Sløk (2004) encontraram evidências de que a integração financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo apenas para um grupo de países de renda média.

⁶² Nesse ponto, diferentes tipos de Investimento Direto significaram influxos de capital destinado para diferentes setores ou atividade industriais da economia.

⁶³ De um modo geral, existe extensa literatura empírica sobre os efeitos positivos do Investimento Direto sobre o crescimento. Uma compilação de vários estudos está disponível em Moran, Graham e Blomström (2005).

Portanto, de um modo geral, com base nos *surveys* consultados e nos trabalhos selecionados, foi possível estabelecer algumas considerações preliminares com relação aos efeitos macroeconômicos dos fluxos de capitais. Inicialmente, observou-se que há grande heterogeneidade de períodos e de grupos de países que compõe as amostras, o que pode ser uma explicação para a ausência de evidências definitivas. Destaca-se que não há evidências robustas de que integração financeira e fluxos internacionais de capitais estimulem o crescimento econômico no longo prazo, apesar da existência resultados recorrentes de que influxos de investimento direto e em carteira de ações – *equity* – apresentem efeitos positivos. Além disso, verificou-se que países com nível elevados de capital humano, qualidade institucional, abertura comercial e desenvolvimento financeiro elevados tendem a manifestar de maneira mais intensa dos benefícios desses fluxos. Por fim, instrumentos de dívida – *bonds* – estariam associados à expansão de crédito, o que pode levar a bolhas nos preços dos ativos e, conseqüentemente, ocasiona efeitos nulos ou negativos sobre o produto.

Assim, uma vez revisadas as principais evidências empíricas presentes na literatura, a próxima seção tem por objetivo apresentar os modelos teóricos que visam explicar e entender a forma pela qual as conseqüências dos fluxos de capitais se manifestam nas economias em desenvolvimento. Para isso, serão abordados o modelo neoclássico de crescimento econômico e o modelo de determinação da conta corrente com rigidez de preços.

2.3 MODELOS TEÓRICOS

Com o intuito de estabelecer uma relação entre os fluxos internacionais de capitais e o desempenho econômico, esse tópico apresentará a fundamentação teórica do tema em questão. Em um primeiro momento será apresentado o modelo neoclássico de crescimento econômico incorporando instituições, o que irá demonstrar formalmente a relação entre qualidade institucional e os fluxos de capitais, bem como os seus principais efeitos em termos de crescimento no longo prazo. Em seguida, será estabelecido o modelo dinâmico de determinação da conta corrente com rigidez de preços, que permitirá verificar efeitos e conseqüências adicionais dos fluxos de capitais. Por fim, a análise em questão viabilizará a criação de hipóteses testáveis, procedimento que será realizado efetivamente no tópico seguinte.

2.3.1 Modelo Neoclássico de Crescimento Econômico

Conforme estabelecido anteriormente, o objetivo desse tópico é elucidar a inter-relação entre qualidade institucional e os fluxos internacionais de capitais e seus respectivos efeitos sobre o crescimento econômico. Assim, considere uma economia na qual seja produzido um único produto homogêneo e tenha uma população N_t que cresce a uma taxa $n = \dot{N}_t/N_t$. Os indivíduos tomam as suas decisões de consumo de acordo com a seguinte função de utilidade:

$$U_0 = \int_0^{\infty} N_t u(c_t) \exp(-\rho t) dt \quad (2.1)$$

onde $\rho > 0$ representa a preferência temporal dos indivíduos, c_t o consumo per capita, $u(c_t) = c_t^{1-\gamma}/1-\gamma$ uma função utilidade isoelástica com elasticidade substituição intertemporal $1/\gamma$. Seja a seguinte função de produção com tecnologia *Harrod-Neutral*:

$$Y_t = (1 - \sigma)K_t^\alpha (\xi_t N_t)^{1-\alpha} \quad (2.2)$$

onde $0 < \alpha < 1$ é a parcela do capital no produto, $(1 - \sigma)$ é um indicador do nível de qualidade institucional, K_t o capital físico, N_t o fator trabalho e ξ a produtividade do trabalho, tal que $g = \dot{\xi}_t/\xi_t$. O produto é destinado para consumo e investimento, tal que $Y_t = C_t + I_t$. A lei de movimento da economia é dada por $\dot{K}_t = I_t - \delta K_t$, com δ igual à taxa de depreciação do estoque de capital. Reduzindo o modelo em termos per capita – ou em termos trabalho efetivo – e realizando algumas transformações algébricas, chega-se a seguinte condição:

$$H_t = \left(\frac{c_t^{1-\gamma}}{1-\gamma} \right) \exp(-\rho t) + \mu_t [y_t - c_t - (\delta + g + n)k_t] \quad (2.3)$$

Resolvendo o Hamiltoniano, obtendo as condições de primeira ordem e aplicando algumas transformações algébricas, verifica-se que a dinâmica do consumo dessa economia será:

$$\frac{\dot{c}_t}{c_t} = \frac{1}{\gamma} (\alpha(1 - \sigma)k_t^{\alpha-1} - \rho - \delta) = g \quad (2.4)$$

evidenciando que, no estado estacionário, a taxa de crescimento de longo prazo do consumo é constante e igual à taxa de crescimento da produtividade do trabalho g , ou seja, do progresso tecnológico⁶⁴. Aplicando alguma álgebra é possível encontrar o nível de capital per capita no estado estacionário em uma economia fechada, ou seja, em autarquia, tal que:

$$k_{aut}^{ss} = \left(\frac{\alpha(1 - \sigma)}{\gamma g + \rho + \delta} \right)^{1/1-\alpha} \quad (2.5)$$

Basicamente, o modelo estabelece que a taxa de juros no estado estacionário em uma economia em autarquia é $r_a^{ss} = \gamma g + \rho$, ou seja, função da taxa de desconto intertemporal dos indivíduos, ρ , do parâmetro de elasticidade substituição intertemporal do consumo, γ , e do progresso tecnológico g . As equações acima estabelecem que, uma vez eliminada a escassez de capital, diferenças entre as taxas de juros de autarquia entre economias com preferências semelhantes seriam determinadas pelo progresso tecnológico, ou seja, $r_{ia}^{ss} > r_{ja}^{ss}$ se e somente se $g_{ia} > g_{ja}$.

Entretanto, apesar de expressar de forma clara e didática algumas implicações do modelo, a hipótese de autarquia pode ser considerada excessivamente simplificadora, visto que os fatos estilizados apresentados anteriormente estabeleceram a existência de um aumento considerável da integração financeira nas últimas décadas, sendo esse inclusive o ponto central da presente discussão. Assim, considera-se a análise para o caso de uma economia pequena, mas que tenha aberto a conta financeira do seu balanço de pagamentos, de modo que a mesma esteja exposta a uma taxa de juros internacional r . Nesse caso, o nível ótimo de investimento requer que o retorno marginal do capital seja igual à taxa de juros internacional, tal que $r = \partial y_t / \partial k_t = \alpha(1 - \sigma)k_t^{\alpha-1} - \delta$. Assim, o nível de capital per capita no estado estacionário dessa mesma economia pequena, mas aberta, será dado por:

$$k_{open}^{ss} = \left(\frac{\alpha(1 - \sigma)}{r + \delta} \right)^{1/1-\alpha} \quad (2.6)$$

⁶⁴ Esse resultado é bastante comum nos modelo de horizonte infinito. Para uma análise mais completa, sugere-se consulta aos capítulos iniciais de Blanchard e Fishcer (1989) e de Acemoglu (2009).

Com base no que foi exposto, pode-se supor que, se a economia estivesse operando em um nível de capital abaixo daquele observado no estado estacionário, ou seja, na fase de transição, a abertura financeira permitiria uma convergência mais acelerada para a condição de longo prazo, independente dos parâmetros ρ , γ e g . Entretanto, para que isso fosse factível, algumas condições deveriam ser satisfeitas. É importante destacar que o nível ótimo de capital é uma função decrescente da taxa de juros internacional e que a abertura financeira poderá, em determinados casos, gerar tanto um efeito positivo quanto um negativo no estoque de capital, dependendo de como relação entra as taxas em autarquia e em economia aberta.

Supondo que $r_{aut}^{SS} = r$, pode-se concluir claramente que a abertura financeira não terá qualquer impacto sobre a acumulação de capital, visto que não haverá qualquer incentivo à mobilidade de capitais. Entretanto, considerando a possibilidade de $r_{aut}^{SS} < r$, uma economia aberta irá operar com um estoque de capital inferior àquele observado em autarquia, ou seja, seria uma exportadora líquida de capitais.

Por outro lado, considere o quadro recente retratado nos fatos estilizados, em que tem se observado uma queda constante e persistente das taxas de juros internacionais, intensificada pelo uso das políticas monetárias não convencionais nas economias avançadas que “jogaram” tais taxas para zero – *zero lower bound*. Nesse cenário, o resultado mais plausível é que seja satisfeita a condição $r_{aut}^{SS} > r$, sugerindo que a liberalização financeira, de fato, possibilitaria que uma economia pequena e aberta obtivesse ganhos significativos em termos de crescimento por meio da elevação do estoque de capital para um nível superior à condição de autarquia, independente da taxa de desconto intertemporal dos indivíduos, ρ , e do parâmetro de elasticidade substituição intertemporal do consumo, γ . Esse nível de capital mais elevado seria, portanto, pró-crescimento, pois a economia convergiria mais rapidamente para o nível de capital e de produto do estado estacionário. Tal aspecto constitui no principal argumento favorável a abertura financeira do balanço de pagamentos dos países emergentes em desenvolvimento⁶⁵.

Por fim, para analisar a inter-relação entre nível de qualidade institucional e os fluxos de capitais, basta avaliar a função que determina o nível ótimo de investimento $r = \partial y_t / \partial k_t = \alpha(1 - \sigma)k_t^{\alpha-1} - \delta$. Como pode ser observado, o nível mais elevado de qualidade das instituições aumenta a produtividade marginal do capital. Isso significa que

⁶⁵ De fato, esse é o argumento pró-liberalização financeira baseando na ideia de eficiência alocativa.

uma melhora na qualidade institucional em uma economia pequena e aberta faria que, a uma dada taxa de juros e a um dado nível de capital, a taxa de crescimento pudesse ser elevada⁶⁶.

Assim, o modelo neoclássico de crescimento econômico permitiu verificar dois aspectos distintos com relação à abertura financeira. O primeiro deles foi com relação às taxas de juros, pois a possibilidade de equalização com a taxa internacional permite maior acúmulo de capital em economias em que existe escassez relativa desse fator de produção. A segunda foi com relação às instituições, que são claramente pró-crescimento não apenas por agirem diretamente no nível do produto, mas também por interagirem com o estoque de capital e demais fatores de produção, proporcionando aumento na produtividade total dos fatores.

2.3.2 Modelo Intertemporal de Ajuste da Conta Corrente com Rigidez de Preços

Modelos tradicionais alinhados com a abordagem de Mundell-Fleming estabelecem que, a uma dada taxa de juros, os fluxos de capitais tendem a promover apreciação cambial, reduzir exportações líquidas e, conseqüentemente, gerar uma contração no produto (FLEMING, 1962; MUNDELL, 1963; DORNBUSCH, 1976)⁶⁷. Entretanto, observa-se um comportamento significativamente distinto nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento. Nesse grupo de países, os fluxos de capitais costumam estar relacionados com uma apreciação cambial, aumento da renda real e subsequente expansão no crédito doméstico, o que, por sua vez, produz um impacto positivo no consumo e no produto. Dessa forma, ao contrário do que é preconizado pelos modelos tradicionais, influxos de capital podem ter efeito expansionista (REINHART; REINHART, 2009).

É nesse contexto que se busca apresentar o modelo intertemporal de ajuste da conta corrente com rigidez de preços, que pode ser considerado como uma versão otimizada do modelo de Mundell-Fleming. O modelo utilizado a seguir corresponde a alternativa em tempo contínuo daqueles desenvolvidos em Végh (2013, cap. 7,8 e 14)⁶⁸ e incorpora as potenciais interações entre o lado monetário e o lado real da uma economia⁶⁹.

⁶⁶ Grosso modo, o modelo tratado nessa seção é apresenta apenas o capital físico como fator de produção. Entretanto, modelos mais sofisticados que incorporam capital humano, por exemplo, denotam que instituições aumentam a produtividade total dos fatores. Inclusive os próprios influxos internacionais de capitais seriam capazes de aumentar a produtividade, conforme apresentado em Hofmann (2013) e Moran, Graham e Blomström (2005).

⁶⁷ Para uma abordagem resumida e intuitiva do modelo, sugere-se Terra (2015, Cap. 7).

⁶⁸ Para uma abordagem mais detalhada do modelo, sugere-se Obstfeld e Rogoff (1995).

⁶⁹ Uma identidade amplamente aceita e difundida na teoria econômica é que o resultado da conta corrente corresponde à diferença entre poupança e investimento. Logo, uma conta corrente deficitária implica que o investimento doméstico encontra-se em nível superior à poupança doméstica, que será financiada em parte por

Assim, considere uma pequena economia aberta, com um grande número de habitantes idênticos que vivem infinitamente, dotados de previsibilidade perfeita⁷⁰. A economia é perfeitamente integrada com o resto do mundo e existem apenas dois bens não estocáveis, os comercializáveis e os não comercializáveis. De acordo com a lei do preço único, os bens comercializáveis têm seu preço igual à taxa de câmbio nominal, tal que $P_t^T = E_t$. Suponha que essa economia poderá emprestar ou tomar emprestado do resto do mundo a uma taxa de juros internacional constante r .

2.3.2.1 Consumidores

Os consumidores são dotados de preferências logarítmicas, de modo que obtém utilidade por meio do consumo de ambos os bens e por reter moeda real de acordo com a função utilidade abaixo:

$$U_0 = \int_0^{\infty} [\log(c_t^T) + \log(c_t^N) + \log(z_t)] \exp(-\beta t) dt \quad (2.7)$$

onde c_t^T e c_t^N são, respectivamente, o consumo de bens comercializáveis e não comercializáveis, z_t denota moeda real e é dada pela razão M_t/P_t , onde M_t é moeda nominal e P_t é o nível de preços, tal que $P_t = \sqrt{P_t^T P_t^N}$, com P_t^N igual ao preço dos bens não comercializáveis, $\beta > 0$ é a taxa de desconto intertemporal.

Sejam os ativos financeiros reais das famílias dado por $a_t \equiv m_t + b_t$, tal que $m_t = M_t/E_t$ é o saldo em moeda real enquanto $b_t = B_t/E_t$ denota os ativos externos líquidos, ambos em termos de bens comercializáveis. Por fim, a restrição orçamentária dinâmica das famílias será dada por:

$$\dot{a}_t = r a_t + y_t^T + \frac{y_t^N}{e_t} + \tau_t - c_t^T - \frac{c_t^N}{e_t} - i_t \frac{z_t}{\sqrt{e_t}} \quad (2.8)$$

onde y_t^T e y_t^N denotam, respectivamente, a produção de bens comercializáveis e não comercializáveis, $e_t \equiv P_t^T/P_t^N$ é a taxa de câmbio real, i_t é a taxa de juros nominal, τ_t são

poupança externa. Para uma explicação detalhada, sugere-se consultar Terra (2014, cap. 2). Vegh (2013, cap. 1) apresenta a formalização de maneira bastante intuitiva.

⁷⁰ Esse aspecto está em linha com a hipótese da renda permanente, desenvolvida por Friedman (1957).

transferências *lump-sum* do governo e r a taxa de juros internacional, que será considerada constante⁷¹. Diante do fato que não é “ótimo” que os consumidores “morram” com dívida, impõe-se uma limitação ao endividamento chamada Condição de Transversalidade ou de Jogo Não-Ponzi, tal que $\lim_{t \rightarrow \infty} a_t e^{-rt} = 0$.

Integrando a restrição orçamentária dinâmica das famílias, considerando a condição de transversalidade e aplicando alguma álgebra, obtém-se a restrição intertemporal correspondente. Para que o consumidor escolha c_t^T , c_t^N e z_t que maximize sua utilidade diante da respectiva restrição intertemporal, resolve-se o seguinte Lagrangiano:

$$L = \int_0^{\infty} [\log(c_t^T) + \log(c_t^N) + \log(z_t)] \exp(-\beta t) dt + \lambda \left[a_0 + \int_0^{\infty} \left(y_t^T + \frac{y_t^N}{e_t} + \tau_t \right) \exp(-rt) dt - \int_0^{\infty} \left(c_t^T + \frac{c_t^N}{e_t} + i_t \frac{z_t}{\sqrt{e_t}} \right) \exp(-rt) dt \right] \quad (2.9)$$

Assumindo $\beta = r$, as condições de primeira ordem com relação à c_t^T , c_t^N e z_t são, respectivamente:

$$1/c_t^T = \lambda; \quad 1/c_t^N = \lambda/e_t; \quad 1/z_t = \lambda \left(i_t / \sqrt{e_t} \right) \quad (2.10)$$

Combinando as equações e fazendo alguma álgebra, verifica-se que no ótimo a taxa marginal de substituição entre comercializáveis e não comercializáveis é igual ao seu preço relativo, ou seja, igual à taxa de cambio real, $e_t = c_t^N/c_t^T$, enquanto a demanda por moeda real será dada por $z_t = c_t^N/i_t\sqrt{e_t}$.

2.3.2.2 Lado da Oferta

Pelo lado da oferta, assume-se por simplicidade que a disponibilidade de bens comercializáveis é constante e igual à y_t^T . Os preços do setor de bens não comercializáveis apresentam rigidez, de modo que eles não mudam instantaneamente em qualquer ponto do tempo, mas sim, ao longo do tempo. Esse aspecto é relevante porque faz com que seja possível a ocorrência de excesso de demanda ou de oferta em resposta a eventuais choques.

⁷¹O termo $i_t \frac{z_t}{\sqrt{e_t}}$ pode ser interpretado como o custo de oportunidade de manter moeda real.

Dessa forma, a produção no mercado de bens não comercializáveis será “determinada pela demanda”, de maneira que a oferta sempre tenderá a se ajustar à demanda. Assim, tem-se que $\dot{\pi}_t = \theta(y_f^N - c_t^N)$ e $\pi_t = \dot{P}_t^N/P_t^N$ onde π_t inflação dos bens não comercializáveis e $\dot{\pi}_t$ é a sua variação em t , y_f^N é o produto de pleno emprego desses bens e θ é um parâmetro positivo que mede a sensibilidade do ajuste dos preços.

2.3.2.3 Governo

Por sua vez, o governo é composto pela autoridade monetária e fiscal. Seja H_t^* a quantidade de ativos externos líquidos (reservas) medidos em moeda estrangeira, tal que $H_t \equiv E_t H_t^*$. A restrição do governo corresponde a:

$$\dot{H}_t = i_t^* E_t H_t^* + \dot{E}_t H_t^* + \dot{M}_t - P_t \tau_t \quad (2.11)$$

Portanto, com base na equação (2.11), verifica-se que o governo possui três fontes distintas de receita, sendo elas: (i) os juros sobre as reservas, dado por i_t^* , (ii) os ganhos cambiais sobre as reservas, dado por \dot{E}_t , e (iii) a possibilidade de criar moeda, \dot{M}_t . Por sua vez, o gasto do governo equivale às transferências *lump-sum*. Para obter o resultado em termos reais, resolve-se $h_t = H_t/P_t$ e se impõe a Lei do Preço Único. Em seguida, diferencia-se a equação em relação a t ⁷², aplica-se a equação de Fisher⁷³ e, por fim, resolve-se para \dot{M}_t/P_t obtendo-se:

$$\dot{h}_t = r h_t + \dot{m}_t + \varepsilon_t m_t - \tau_t \quad (2.12)$$

Impondo a condição de transversalidade $\lim_{t \rightarrow \infty} h_t e^{-rt} = 0$ e integrando, obtém-se a restrição intertemporal do governo conforme abaixo:

$$h_0 + \int_0^{\infty} (\dot{m}_t + \varepsilon_t m_t) \exp(-rt) dt = \int_0^{\infty} (\tau_t) \exp(-rt) dt \quad (2.13)$$

⁷² Pela Lei do Preço único, $P_t \equiv E_t P_t^*$, diferenciando tem-se $\varepsilon_t = \dot{E}_t/E_t$, $\pi_t = \dot{P}_t/P_t$ e $\pi_t^* = \dot{P}_t^*/P_t^*$.

⁷³ Equação de Fisher: $i_t^* = r + \pi_t^*$ e $r = \varepsilon_t + \pi_t^*$.

Por fim, estabelecem-se as condições de equilíbrio do modelo. Supõe-se que vigore simultaneamente a perfeita mobilidade de capital e a paridade descoberta da taxa de juros, tal que $i_t = r + \varepsilon_t$. Por definição, $e_t \equiv P_t^T/P_t^N = E_t/P_t^N$, de modo que $\dot{e}_t/e_t = \varepsilon_t - \pi_t$. A equação anterior determina que, se a inflação dos bens comercializáveis (dada por ε_t) for maior que a inflação dos não comercializáveis, o preço relativo do primeiro grupo vai aumentar ao longo do tempo, tal que $\dot{e}_t > 0$. Considere que a taxa real de juros doméstica é dada por $r_t^d = r + \dot{e}_t/e_t$. Se o preço relativo dos bens comercializáveis aumenta ao longo do tempo, então $r_t^d > r$; se reduz, por simetria, $r_t^d < r$. Aplicando algumas substituições, obtém-se que $r_t^d = i_t - \pi_t$.

Para derivar a equação de Euler para os bens não comercializáveis, basta tomar o diferencial total na condição $\lambda c_t^N - e_t = 0$ e aplicar a definição de r_t^d , tal que:

$$\frac{\dot{c}_t^N}{c_t^N} = \frac{\dot{e}_t}{e_t} \rightarrow \frac{\dot{c}_t^N}{c_t^N} = r_t^d - r \quad (2.14)$$

Por fim, combinando as restrições dos consumidores e do governo e fazendo algumas transformações algébricas, chega-se a última equação do modelo, tal que:

$$\dot{h}_t = -\dot{b}_t + r(h_t + b_t) + y_t^T - c_t^T \quad (2.15)$$

Rearranjando as variáveis, tem-se:

$$\dot{h}_t + \dot{b}_t = r(h_t + b_t) + y_t^T - c_t^T \quad (2.16)$$

onde \dot{h}_t é a variação das reservas, $-\dot{b}_t$ o resultado da conta financeira, enquanto $r(h_t + b_t) + y_t^T - c_t^T$ é ao resultado da soma da balança comercial com a balança de rendas, que corresponde ao resultado da conta corrente.

A equação de Euler é fundamental para entender o efeito de uma redução na taxa de juros internacional e, conseqüentemente, do aumento da liquidez. Ela estabelece que uma redução temporária em r faz com que o consumo presente se torne mais barato em relação ao consumo futuro, o que provoca um aumento do consumo de ambos os bens, dada a relação existente entre c_t^N e c_t^T . Devido à rigidez de preços na economia, um aumento no consumo de bens não comercializáveis é acompanhado por um aumento na produção e da inflação, desde

que o y_t^N não esteja em um nível inferior ao de pleno emprego. Entretanto, caso a economia já esteja operando nesse nível, a redução na taxa de juros internacional irá pressionar a inflação doméstica, sem gerar qualquer efeito real sobre o produto.

É importante destacar que o comportamento da inflação dependerá da natureza do choque externo. Suponha que haja um aumento exógeno dos fluxos de capitais. Nesse caso, ocorrerá uma queda na taxa de câmbio real e o comportamento das variáveis chaves do modelo será idêntico àquele verificado anteriormente, com exceção da inflação. Como a valorização atinge simultaneamente o produto e o consumo de bens não comercializáveis, esse tipo de choque pode ser desinflacionário. Assim, como no modelo base, é possível concluir que a fonte do choque observado num episódio de *capital surge* é determinante para saber se o mesmo será acompanhado com alta ou baixa inflação. Entretanto, em princípio, ambos geram pressão indireta por uma expansão do produto, mas por meio de um mecanismo desencadeado pela demanda de bens não comercializáveis.

Finalmente, com base na análise dos modelos teóricos apresentados, é possível discorrer algumas considerações preliminares. Conclui-se que tanto o Modelo Neoclássico de Crescimento Econômico quanto o Modelo Intertemporal de Ajuste da Conta Corrente com Rigidez de Preços formalizam a principal hipótese de teste desse estudo, que consideraram que os influxos de capitais podem ser pró-crescimento.

Por um lado, o primeiro modelo estabelece que os influxos de capitais geram impacto positivo direto sobre o produto por meio de um mecanismo induzido pela oferta, visto que há um aumento no estoque de capital per capita e de sua produtividade marginal, o que eleva no nível do produto e acelera a convergência para o estado estacionário. Adicionalmente, estabelece que a qualidade institucional é favorável ao crescimento de longo prazo e à atração de capitais. Já o segundo modelo, por sua vez, indicou a existência de um impacto positivo puxado pela demanda de bens não comercializáveis, seguido pela elevação do consumo e subsequente pressão por aumento na produção devido à rigidez de preços na economia. Entretanto, ambos os modelos estabelecem que a abertura financeira e o aumento dos influxos de capitais seriam pró-crescimento. A seguir, será apresentada a estratégia empírica para posterior teste das hipóteses de pesquisa.

2.4 ESPECIFICAÇÃO DO MODELO, RESULTADOS E DISCUSSÃO

A análise do Modelo Neoclássico de Crescimento estabeleceu a existência de uma relação direta entre a abertura financeira, qualidade institucional e o crescimento no longo

prazo. Por outro lado, o Modelo Intertemporal de Ajuste da Conta Corrente com Rigidez de Preços indicou que os fluxos de internacionais de capitais são capazes de gerar um efeito indireto no produto por meio da expansão do consumo, em especial, dos bens não comercializáveis. Esta seção busca apresentar a estratégia empírica utilizada para testar as hipóteses fundamentadas por ambos os modelos, bem como discutir os resultados obtidos.

2.4.1 Especificação do Modelo

A metodologia comumente utilizada para medir o impacto dos influxos de capitais no desempenho econômico de longo prazo é o modelo dinâmico de dados em painel. Nesse caso, as equações de crescimento são especificadas conforme abaixo:

$$\begin{aligned}\Delta y_{i,t} &= \alpha_t + \gamma y_{i,t-1} + \beta x_{i,t} + u_{i,t} \\ u_{i,t} &= c_i + \varepsilon_{i,t} \\ i &= 1, 2, \dots, N; \quad t = 2, 3, \dots, T.\end{aligned}\tag{2.17}$$

onde $\Delta y_{i,t}$ é a taxa de crescimento da variável dependente para o país i no período t , $y_{i,t-1}$ é o logaritmo natural da variável dependente para o país i no período $t - 1$, $x_{i,t}$ é o conjunto de possíveis determinantes do estado estacionário do país i no período t , c_i corresponde a características individuais de cada país i que são invariantes no tempo, por outro lado α_t são características que variam no tempo mas que são individuais de cada país i e, por fim, $\varepsilon_{i,t}$ corresponde ao termo de erro.

Para estimar os parâmetros do modelo, será utilizado o estimador *GMM System*⁷⁴ originalmente desenvolvido por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998), na versão de Roodman (2009a, 2009b) para uma determinada amostra de países. As estimações serão realizadas em dois estágios e os erros-padrão corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Para avaliar a consistência dos estimadores serão realizados dois testes distintos, sendo o primeiro deles o *Hansen Test*, que testa a hipótese nula de validade das condições de momento, e o *AR(2)* para testar a hipótese nula de ausência de correlação serial de segunda ordem no termo de erro. A justificativa para escolha do estimador *GMM System* decorre do fato de que o mesmo permite avaliar a natureza dinâmica do fenômeno em questão, possibilita

⁷⁴ Modelos de dados em painel, inclusive o *GMM System*, são discutidos de forma bastante detalhada em Wooldridge (2010), Greene (2012) e Hsiao (2014).

o controle de variáveis não observáveis e resolve problemas de endogeneidade, além de ser o método comumente empregado para esse tipo de estudo.

A base de dados a ser utilizada foi compilada por meio de variáveis obtidas do World Bank Data, IMF Data, PWT 9.0 e PRS Group, as quais serão descritas detalhadamente no Anexo A. Os dados utilizados para a estimação das equações de crescimento foram organizados em médias de intervalos não sobrepostos de cinco anos (1990-1994, 1995-1999, 2000-2004, 2005-2009 e 2010-2014).

Os países que compõe a amostra serão descritos a seguir. Países Desenvolvidos (35): Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Chipre, Coreia do Sul, Dinamarca, Eslováquia, Eslovênia, Estados Unidos, Estônia, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Hong Kong, Islândia, Irlanda, Israel, Itália, Japão, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Nova Zelândia, Noruega, Portugal, Reino Unido, República Tcheca, Singapura, Suécia e Suíça. Países de Alta Renda per capita (5): Arábia Saudita, Barein, Brunei Darussalam, Kuwait e Trinidad e Tobago. Mercados Emergentes (23): África do Sul, Argentina, Bangladesh, Brasil, Bulgária, Chile, China, Colômbia, Filipinas, Hungria, Índia, Indonésia, Malásia, México, Paquistão, Peru, Polônia, Romênia, Rússia, Tailândia, Turquia, Ucrânia e Venezuela. Países em Desenvolvimento (58): Albânia, Argélia, Angola, Armênia, Bolívia, Botsuana, Burquina Faso, Camarões, Cazaquistão, Costa do Marfim, Costa Rica, Croácia, Equador, Egito, El Salvador, Etiópia, Gabão, Gâmbia, Gana, Guatemala, Haiti, Honduras, Iêmen, Iraque, Jamaica, Jordânia, Libéria, Madagascar, Maláui, Mali, Marrocos, Moçambique, Moldávia, Mongólia, Mianmar, Namíbia, Nicarágua, Níger, Nigéria, Panamá, Paraguai, Quênia, República Democrática do Congo, República do Congo, Republica Dominicana, Senegal, Serra Leoa, Sri Lanka, Síria, Sudão, Tanzânia, Togo, Tunísia, Uganda, Uruguai, Vietnam, Zâmbia e Zimbábue.

Para avaliar os efeitos do movimento de capitais sobre a variável dependente foram incluídos os diferentes influxos por categoria funcional, sendo eles os Influxos Totais, de Investimento Direto, de Investimento em Carteira e Outros Investimentos. Alternativamente, serão agregados os diferentes tipos de instrumentos financeiros, classificados como Dívida – também descrito como *Debt*, correspondendo àqueles instrumentos com remuneração pré-determinada, como dívidas contratuais, derivativos financeiros, entre outros – e Não Dívida – também descrito como *Equities*, ou seja, títulos cuja remuneração não é pré-determinada, como ações ou cotas de fundos de investimento, distribuição e reinvestimento de lucros, entre outros.

Para testar o efeito que os influxos exercem sobre a variável endógena por meio de outras variáveis de controle será introduzido o termo de interação linear entre ambos. Dessa forma, além dos influxos de capitais ($CF_{i,t}$) produzirem efeito direto na variável dependente, eles também poderão exercer influência por meio de outra variável específica de interação (ITER). Basicamente, os parâmetros serão estimados da seguinte forma:

$$\theta_1 ITER_{i,t} + \theta_2 CF_{i,t} + \theta_3 ITER_{i,t} * CF_{i,t} \quad (2.18)$$

Desse modo, o efeito marginal da interação e dos influxos de capitais sobre a variável dependente terá dois resultados distintos, sendo um deles direto, representado por θ_1 e θ_2 , respectivamente, e outro indireto, por meio de θ_3 . Desse modo, pode-se deduzir que $\partial \Delta y_{i,t} / \partial CF_{i,t} = \theta_2 + \theta_3 ITER_{i,t}$.

Para interpretar os resultados, basta avaliar os valores obtidos na estimação dos parâmetros do modelo. Caso $\theta_1, \theta_2 \neq 0$ e estatisticamente significativos, tem-se que ambas as variáveis isoladamente têm efeito direto sobre a variável dependente. Se θ_3 for estatisticamente significativo, então existe evidência de que o efeito dos fluxos de capitais depende inclusive da variável de interação.

Portanto, considerando que ambos os parâmetros estimados são significativos, será possível interpretá-los conforme segue. Se $\theta_2, \theta_3 > 0$, então existe evidência de que os efeitos positivos dos influxos são potencializados a partir de um determinado nível da variável de interação; se $\theta_2, \theta_3 < 0$, então há evidência de que a variável de interação reforça seus efeitos adversos a partir de determinado nível; $\theta_2 < 0, \theta_3 > 0$ significa que a variável de interação exerce o papel de mitigador dos efeitos negativos dos influxos, que passam a ser positivos a partir de determinado nível; e, por fim, se $\theta_2 > 0, \theta_3 < 0$, constata-se que a variável de interação suaviza os efeitos diretos e positivos dos influxos de capitais de modo que os mesmos passam a ser negativos a partir de um determinado limiar.

2.4.2 Resultados e Discussão

Nesse tópico os principais resultados obtidos por meio do método de estimação proposto serão apresentados e discutidos em blocos. O primeiro deles busca revisar as evidências presentes na literatura por meio da análise do modelo básico, que avalia a base de dados expandida composta por países avançados, de alta renda per capita, emergentes e em

desenvolvimento. O segundo apresentará um exame específico para mercados emergentes e em desenvolvimento, o que corresponde, de fato, ao objetivo principal desse ensaio.

2.4.2.1 Revisitando as Evidências Empíricas: influxos internacionais de capitais são pró-crescimento no longo prazo?

Este primeiro tópico buscou revisar os principais resultados obtidos por meio da revisão da literatura, segundo os quais não há evidências robustas de que a mobilidade internacional de capitais seja capaz de produzir efeito positivo em termos de crescimento do produto. Além disso, testou-se a hipótese de que tais efeitos ocorreriam apenas a partir de determinados limiares de abertura comercial, desenvolvimento financeiro e qualidade institucional⁷⁵.

O modelo de crescimento do PIB real per capita utilizou inicialmente controles comuns na literatura e que estão fortemente relacionados ao crescimento econômico de longo prazo. São eles o parâmetro de convergência (PIB Inicial), a variação dos termos de troca⁷⁶ (Δ Termos de Troca), a taxa de crescimento populacional (Δ População), o investimento em capital físico como proporção do produto (Investimento), o índice capital humano (Capital Humano) e a qualidade institucional (Instituições). Em seguida, foram incorporados ao modelo os controles que avaliam a abertura financeira⁷⁷, bem como os passivos financeiros externos em seus diferentes tipos e categorias funcionais.

Os resultados das regressões iniciais foram reportados na Tabela 2.1. A coluna (1) avaliou os principais determinantes do crescimento no longo prazo. Conforme esperado, o PIB Inicial apresentou sinal negativo e significativo, indicando a existência e convergência condicional. Por sua vez, o investimento em capital físico foi reportado como o principal determinante do crescimento no longo prazo, seguido pelo capital humano e a qualidade das instituições. Os parâmetros estimados para a variação nos termos de troca, com sinal negativo,

⁷⁵ Evidências de limiares de capital humano, conforme Borensztein, De Gregório e Lee (1998), não serão testadas, pois não há dados de controles para capital humano disponíveis até o ano de 2014. Essa é uma limitação do presente trabalho, que se valeu de um controle alternativo composto pelo índice de capital humano disponível na PWT 9.0, diferentemente dos anos de estudos que os referidos autores usam em seu trabalho seminal.

⁷⁶ Os termos de troca foram calculados como a razão entre exportações e importações. Denotam o quando o país precisar exportar para pagar pelas suas importações.

⁷⁷ A medida consiste na soma dos passivos e ativos financeiros totais médios em cinco anos não sobrepostos. Cabe destacar que essa metodologia para o cálculo da abertura financeira leva em consideração apenas os fluxos brutos, não sendo considerada a posição internacional de investimento. Nesse caso, claramente o efeito avaliação não está sendo considerado.

e na população, com sinal positivo, não foram significativos, apesar de o sinal obtido indicar que as mesmas exercem algum tipo de influência sobre variável dependente.

Estabelecidos os principais determinantes do crescimento do PIB per capita no longo prazo, foram adicionadas as variáveis que buscam avaliar o efeito dos influxos internacionais de capitais. As colunas (2) e (3) apresentam os resultados para o modelo básico com a adição de um controle para a abertura financeira e os passivos externos totais – ou influxos totais. Os sinais negativos e significativos dos parâmetros estimados indicaram que tanto uma maior abertura financeira quanto um volume maior de influxos de capitais não são favoráveis ao crescimento econômico. Os resultados reportados nas colunas (5), (7) e (8), que estabeleceram uma relação negativa e significativa entre a variável dependente e os influxos de investimento em carteira, dívida (*Debt*) e Não Dívida (*Equities*), respectivamente, reforçaram a evidência inicial.

Tabela 2.1 – Modelo básico de crescimento para o PIB real per capita, período 1990-2014.

VARIÁVEIS	(1) Δ PIBpc	(2) Δ PIBpc	(3) Δ PIBpc	(4) Δ PIBpc	(5) Δ PIBpc	(6) Δ PIBpc	(7) Δ PIBpc	(8) Δ PIBpc
PIB Inicial	-0.343*** (0.123)	-0.346*** (0.0710)	-0.354*** (0.0554)	-0.415*** (0.0766)	-0.325*** (0.0633)	-0.326** (0.128)	-0.290** (0.146)	-0.364*** (0.0568)
Δ Termos de Troca	-0.111 (0.0862)	-0.0938 (0.112)	-0.120 (0.0893)	-0.141 (0.0889)	-0.127 (0.0797)	-0.124 (0.0882)	-0.113 (0.0841)	-0.115 (0.0846)
Δ População	0.886 (0.726)	1.022 (0.870)	0.915 (0.743)	1.062 (0.865)	0.926 (0.698)	0.768 (0.678)	0.946 (0.658)	0.970 (0.795)
Investimento	0.900*** (0.339)	1.089*** (0.284)	0.937*** (0.268)	0.836*** (0.308)	0.983*** (0.266)	0.958*** (0.345)	1.113** (0.431)	0.915*** (0.287)
Capital Humano	0.574** (0.277)	0.577*** (0.144)	0.607*** (0.124)	0.751*** (0.170)	0.534*** (0.135)	0.536** (0.251)	0.500 (0.303)	0.629*** (0.131)
Instituições	0.0956** (0.0480)	0.106* (0.0594)	0.0910* (0.0511)	0.0669 (0.0418)	0.101** (0.0475)	0.0892** (0.0423)	0.0827* (0.0444)	0.0878** (0.0408)
Abertura Financeira		-0.0121* (0.00670)						
Influxos Totais			-0.0226* (0.0114)					
Investimento Direto				-0.0356 (0.0321)				
Investimento em Carteira					-0.0642** (0.0297)			
Outros Investimentos						0.00588 (0.0583)		
Total Dívida (<i>Debt</i>)							-0.0925* (0.0498)	
Total Não-Dívida (<i>Equities</i>)								-0.0264** (0.0117)
Constante	1.575*** (0.390)	1.457*** (0.404)	1.770*** (0.637)	1.332*** (0.507)	1.439*** (0.402)	1.593*** (0.527)	1.118** (0.561)	1.192** (0.512)
Observações	502	494	494	494	494	494	494	494
Número de Países	121	121	121	121	121	121	121	121
Instrumentos	31	36	36	36	36	36	36	36
AR (2)	0.188	0.174	0.183	0.259	0.187	0.185	0.188	0.204
Hansen Test	0.546	0.619	0.771	0.719	0.618	0.775	0.753	0.750

Nota: Estimacões incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimacões realizadas por System GMM, por meio do comando `xtabond2` desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimacões em `twostep`, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os p-value das estatísticas de teste AR(2) e Hansen Test. Por parcimônia, optou-se por criar um único instrumento para cada variável e *lag* ao invés de um para cada período de tempo, variável e *lag*.

O parâmetro estimado para os influxos de outros investimentos – coluna (6) –, apesar de não significativo, indicou a existência de uma relação positiva, o que seria uma evidência muito fraca de que esse tipo de influxo seria pró-crescimento. Mesmo os influxos de investimento direto, cuja literatura revisada em geral aponta como sendo favorável ao crescimento no longo prazo, apresentaram um parâmetro estimado negativo, apesar de não significativo – coluna (4).

Os resultados obtidos inicialmente não podem ser considerados totalmente contrários ao estabelecido pela teoria econômica, visto que os modelos tradicionais (FLEMING, 1962; MUNDELL, 1963; DORNBUSCH, 1976) relacionam os influxos de capitais a um efeito contracionista sobre o produto. De todo modo, a literatura empírica sugere a existência de limiares a partir dos quais a liberalização financeira e os influxos de capitais passariam a exercer influência positiva, assim, tal hipótese será revisitada a seguir.

A Tabela 2.2 apresenta os resultados do modelo de crescimento considerando o desenvolvimento financeiro. Em relação ao caso anterior, o controle para o setor externo foi substituído pela abertura comercial *de facto* (Abertura Comercial), com o objetivo de melhorar a consistência das estimações. Por sua vez, a variável Instituições foi substituída pelo logaritmo da razão crédito privado/PIB (Crédito), que é usado como *proxy* para o desenvolvimento financeiro, e foram incluídos os respectivos parâmetros de interação⁷⁸.

De um modo geral, os resultados estão de acordo com aqueles obtidos pelo modelo inicial, em especial com relação à hipótese de convergência condicional e ao retorno do investimento em capital físico. Além disso, os parâmetros estimados para as variáveis Δ População e Capital Humano foram positivos e significativos em praticamente todas as especificações. Existe evidência pouco significativa – colunas (2) e (3) – que de a abertura comercial não favorece o crescimento no longo prazo.

Por sua vez, há evidência de que o desenvolvimento financeiro seja pró-crescimento, uma vez que todas as especificações apresentaram parâmetros estimados positivos e altamente significativos para a variável em questão. De fato, os parâmetros de interação estimados nas colunas (2), (3), (5) e (6) indicam que, respectivamente, os Influxos Totais, de Investimento Direto, de Outros Investimentos e de Dívida são favoráveis ao crescimento do PIB per capita a partir de determinados limiares de desenvolvimento financeiro. Não há evidência de que a abertura financeira, influxos de investimento em carteira e no total de investimento em ações

⁷⁸ Foram excluídos Iran e Luxemburgo da amostra básica por não apresentarem nem mesmo a metade do número máximo da variável de controle do desenvolvimento financeiro.

(*equities*) exerçam efeitos significativos sobre a variável dependente, nem mesmo a partir de determinado limiar avaliado pelo parâmetro de interação⁷⁹.

Tabela 2.2 – Modelo de crescimento e desenvolvimento financeiro, período 1990-2014.

VARIÁVEIS	(1) Δ PIBpc	(2) Δ PIBpc	(3) Δ PIBpc	(4) Δ PIBpc	(5) Δ PIBpc	(6) Δ PIBpc	(7) Δ PIBpc
PIB Inicial	-0.256** (0.113)	-0.296** (0.127)	-0.396*** (0.103)	-0.261*** (0.0832)	-0.296** (0.114)	-0.350*** (0.131)	-0.274** (0.115)
Abertura Comercial	-0.0586 (0.0595)	-0.0799* (0.0419)	-0.135** (0.0539)	-0.0476 (0.0552)	0.00530 (0.0556)	-0.0466 (0.0521)	-0.102 (0.0712)
Δ População	1.708* (1.024)	1.455* (0.826)	1.733** (0.694)	1.918** (0.781)	1.739** (0.878)	2.038** (0.819)	1.694* (0.879)
Investimento	1.069*** (0.381)	1.006** (0.411)	0.938** (0.433)	1.087*** (0.388)	0.910*** (0.347)	0.919** (0.373)	0.987** (0.493)
Capital Humano	0.411 (0.327)	0.518** (0.259)	0.619** (0.238)	0.358 (0.216)	0.448** (0.220)	0.628** (0.249)	0.444 (0.281)
Crédito	0.135** (0.0604)	0.102** (0.0448)	0.144*** (0.0390)	0.194*** (0.0582)	0.112* (0.0576)	0.105** (0.0517)	0.156** (0.0630)
Abertura Financeira	-0.551 (0.528)						
Crédito x Abertura Financeira	0.112 (0.113)						
Influxos Totais		-1.447*** (0.520)					
Crédito x Influxos Totais		0.295*** (0.112)					
Investimento Direto			-3.387*** (0.734)				
Crédito x Investimento Direto			0.704*** (0.160)				
Investimento Carteira				0.778 (2.062)			
Crédito x Invest. Carteira				-0.241 (0.413)			
Outros Investimentos					-1.389** (0.645)		
Crédito x Outros Invest.					0.277** (0.139)		
Total Dívidas (<i>Debt</i>)						-1.852*** (0.609)	
Crédito x <i>Debt</i>						0.374*** (0.132)	
Total Não-Dívidas (<i>Equities</i>)							0.172 (2.417)
Crédito x <i>Equities</i>							-0.0516 (0.516)
Constante	0.698* (0.414)	0.968* (0.556)	1.481*** (0.522)	0.634 (0.474)	1.005* (0.539)	1.112* (0.607)	0.736 (0.591)
Observações	491	491	491	491	491	491	491
Número de Países	119	119	119	119	119	119	119
Instrumentos	41	41	41	41	41	41	41
AR (2)	0.109	0.101	0.144	0.212	0.161	0.215	0.196
<i>Hansen Test</i>	0.275	0.398	0.323	0.0927	0.167	0.492	0.131

Nota: Estimacões incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimacões realizadas por System GMM, por meio do comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimacões em *twostep*, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os *p-value* das estatísticas de teste AR(2) e Hansen Test. Por parcimônia, optou-se por criar um único instrumento para cada variável e *lag* ao invés de um para cada período de tempo, variável e *lag*.

⁷⁹ Cálculo dos respectivos limiares: Influxos Totais: $(1,477 - 0,295(\ln CRÉDITO) = 0)$, $CRÉDITO = 149,42\%$. Investimento Direto: $(3,387 - 0,704(\ln CRÉDITO) = 0)$, $CRÉDITO = 122,86\%$. Outros Investimentos: $(1,389 - 0,277(\ln CRÉDITO) = 0)$; $CRÉDITO = 150,57\%$. Dívida: $(1,852 - 0,374(\ln CRÉDITO) = 0)$, $CRÉDITO = 141,44\%$.

O mesmo exercício foi realizado utilizando o parâmetro de interação para as instituições, apresentado na Tabela 2.3, e para a abertura comercial, exposto na Tabela 2.4. De um modo geral, foi possível obter sucessivas evidências que não permitem rejeitar a hipótese de existência de convergência condicional. Todos os modelos apresentaram o parâmetro estimado do PIB inicial com sinal negativo e significativo. Verificou-se em todas as estimações uma relação positiva e significativa entre os controles Capital Humano, Investimento e Desenvolvimento Financeiro com a variável dependente, indicando se tratarem dos principais determinantes do crescimento econômico no longo prazo.

Por sua vez, o crescimento populacional e o desenvolvimento institucional também exerceram relação positiva sobre a variável dependente, apesar de numerosos parâmetros estimados não terem sido significativos. As variáveis que medem o impacto do setor externo sobre o crescimento de longo prazo – Δ Termos de Troca e Abertura Comercial – evidenciaram resultado negativo e muitas vezes, significativo.

Com relação aos parâmetros de interação, os resultados corroboraram em parte o que fora estabelecido pela revisão de literatura empírica previamente consultada. Há evidência significativa de que os influxos de capitais – em especial Investimento Direto, Outros Investimentos e Dívida – exercem impacto positivo sobre o crescimento do PIB real per capita a partir de determinado nível de desenvolvimento financeiro. O cálculo para o percentual de crédito como proporção do PIB indicou ser necessário volume entre de 122% a 150% do produto para que seja possível obter o resultado positivo.

Resultados semelhantes, mas menos significativos, foram obtidos para a qualidade das instituições. Foi constatada a existência de determinados limiares institucionais⁸⁰ a partir do qual os fluxos internacionais de capitais são capazes de gerar efeito positivo sobre o produto no longo prazo. Considerando a Abertura Financeira, os Influxos Totais, de Investimento Direto e de Dívida, o cálculo indicou que, numa escala de 0 a 10, o limiar de qualidade institucional estaria entre 8,06 e 9,15.

⁸⁰ Cálculo dos respectivos limiares: Abertura Financeira: $(0,297 - 0,0329(\text{Instituições}) = 0)$, limiar *Instituições* = 9,03; Influxos Totais: $(0,776 - 0,0848(\text{Instituições}) = 0)$, limiar *Instituições* = 9,15; Investimento Direto: $(4,384 - 0,482(\text{Instituições}) = 0)$, limiar *Instituições* = 9,10; Dívida: $(1,202 - 0,149(\text{Instituições}) = 0)$, limiar *Instituições* = 8,06%.

Tabela 2.3 – Modelo de crescimento e instituições, período 1990-2014.

VARIÁVEIS	(1) Δ PIBpc	(2) Δ PIBpc	(3) Δ PIBpc	(4) Δ PIBpc	(5) Δ PIBpc	(6) Δ PIBpc	(7) Δ PIBpc
PIB Inicial	-0.375*** (0.0869)	-0.396*** (0.103)	-0.512*** (0.157)	-0.379*** (0.129)	-0.315*** (0.107)	-0.354*** (0.113)	-0.409*** (0.129)
Abertura Comercial	-0.112 (0.0868)	-0.0748 (0.110)	-0.218 (0.137)	-0.121 (0.137)	-0.0233 (0.0594)	-0.0969 (0.102)	-0.154 (0.144)
Δ Termos de Troca	-0.126 (0.0778)	-0.119 (0.0809)	-0.123 (0.0996)	-0.160** (0.0801)	-0.147** (0.0723)	-0.147** (0.0728)	-0.151** (0.0757)
Δ População	1.497*** (0.481)	1.871*** (0.666)	2.246** (1.005)	1.595* (0.821)	1.316** (0.539)	1.681*** (0.546)	1.126 (0.858)
Investimento	0.752** (0.292)	0.794** (0.318)	0.706* (0.404)	0.849** (0.339)	0.932*** (0.314)	0.861** (0.403)	0.725* (0.388)
Capital Humano	0.786*** (0.197)	0.832*** (0.223)	0.997*** (0.350)	0.721** (0.302)	0.581*** (0.196)	0.740*** (0.224)	0.833*** (0.289)
Instituições	0.0344 (0.0411)	0.0191 (0.0420)	0.0775 (0.0596)	0.0817 (0.0530)	0.0305 (0.0385)	0.0253 (0.0399)	0.0416 (0.0497)
Abertura Financeira	-0.297** (0.126)						
Instituições x Abert. Finan.	0.0329** (0.0145)						
Influxos Totais		-0.776** (0.345)					
Instituições x Influxos Totais		0.0848** (0.0379)					
Investimento Direto			-4.384* (2.585)				
Instituições x Invest. Direto			0.482* (0.285)				
Investimento Carteira				-0.960 (1.090)			
Instituições x Invest. Carteira				0.104 (0.122)			
Outros Investimentos					-0.648 (0.500)		
Instituições x Outros Invest.					0.0742 (0.0572)		
Total Dívidas (<i>Debt</i>)						-1.202** (0.564)	
Instituições x <i>Debt</i>						0.134** (0.0626)	
Total Não-Dívidas (<i>Equities</i>)							-1.343 (1.216)
Instituições x <i>Equities</i>							0.149 (0.136)
Constante	1.208*** (0.453)	1.334*** (0.449)	1.683*** (0.593)	1.105** (0.528)	1.113** (0.503)	1.171** (0.541)	1.430** (0.665)
Observações	494	494	494	494	494	494	494
Número de Países	121	121	121	121	121	121	121
Instrumentos	46	46	46	46	46	46	46
AR (2)	0.330	0.387	0.244	0.320	0.292	0.339	0.276
<i>Hansen Test</i>	0.625	0.495	0.424	0.430	0.480	0.565	0.467

Nota: Estimacões incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimacões realizadas por System GMM, por meio do comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimacões em *twostep*, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os *p-value* das estatísticas de teste AR(2) e Hansen Test. Por parcimônia, optou-se por criar um único instrumento para cada variável e *lag* ao invés de um para cada período de tempo, variável e *lag*.

Por outro lado, não foram obtidas evidências de que os fluxos de capitais exercem alguma influência positiva no produto a partir de determinado limiar de abertura comercial *de facto*. Apesar de os parâmetros de interação do modelo em questão terem apresentado os sinais condizentes com aqueles esperados, o resultados não foram significativos em nenhum dos casos examinados.

Tabela 2.4 – Modelo de crescimento e abertura comercial, período 1990-2014.

VARIÁVEIS	(1) Δ PIBpc	(2) Δ PIBpc	(3) Δ PIBpc	(4) Δ PIBpc	(5) Δ PIBpc	(6) Δ PIBpc	(7) Δ PIBpc
PIB Inicial	-0.326** (0.126)	-0.246*** (0.0898)	-0.252** (0.103)	-0.251*** (0.0720)	-0.282*** (0.0984)	-0.280*** (0.0953)	-0.377*** (0.114)
Crédito	0.0603 (0.0506)	0.0399 (0.0496)	0.0552 (0.0523)	0.0743 (0.0477)	0.0631 (0.0514)	0.0458 (0.0505)	0.0922** (0.0461)
Δ População	1.366* (0.816)	1.149* (0.657)	1.125 (0.769)	1.129* (0.677)	1.128* (0.629)	0.903 (0.616)	1.833** (0.792)
Investimento	0.929** (0.429)	1.087*** (0.384)	1.365*** (0.452)	1.076*** (0.342)	1.050*** (0.360)	0.908*** (0.346)	0.901** (0.407)
Capital Humano	0.546** (0.125)	0.433** (0.149*)	0.477** (0.125)	0.289* (0.129*)	0.363* (0.128*)	0.442** (0.125)	0.530** (0.125)
Instituições	0.0514 (0.0535)	0.0331 (0.0529)	0.0152 (0.0535)	0.0876 (0.0542)	0.0655 (0.0593)	0.0507 (0.0567)	0.0746 (0.0559)
Abertura Comercial	-0.0724** (0.0361)	-0.0502 (0.0315)	-0.133** (0.0596)	-0.140 (0.124)	-0.0408 (0.0270)	-0.0218 (0.0295)	-0.115 (0.146)
Abertura Financeira	-0.125 (0.0837)						
Abert. Comercial. x Abert. Financeira	0.0276 (0.0278)						
Influxos Totais		-0.153 (0.135)					
Abert. Comercial x Influxos Totais		0.0492 (0.0425)					
Investimento Direto			-1.250 (0.854)				
Abert. Comercial x Invest. Direto			0.412 (0.284)				
Investimento Carteira				-0.135 (0.264)			
Abert. Comercial x Invest. Carteira				0.0404 (0.0843)			
Outros Investimentos					-0.171 (0.193)		
Abert. Comercial x Outros Invest.					0.0616 (0.0795)		
Total Dívidas (<i>Debt</i>)						-0.172 (0.158)	
Abert. Comercial x <i>Debt</i>						0.0710 (0.0613)	
Total Não-Dívidas (<i>Equities</i>)							0.0943 (0.238)
Abert. Comercial x <i>Equities</i>							-0.0307 (0.0712)
Constante	0.996** (0.463)	0.735* (0.381)	0.777 (0.508)	0.651* (0.331)	0.917** (0.419)	0.948** (0.393)	1.150** (0.463)
Observações	486	486	486	486	486	486	486
Número de Países	121	121	121	121	121	121	121
Instrumentos	46	46	46	46	46	46	46
AR (2)	0.144	0.128	0.105	0.124	0.117	0.111	0.219
<i>Hansen Test</i>	0.498	0.357	0.405	0.405	0.299	0.345	0.543

Nota: Estimações incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimações realizadas por System GMM, por meio do comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimações em *twostep*, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os *p-value* das estatísticas de teste AR(2) e Hansen Test. Por parcimônia, optou-se por criar um único instrumento para cada variável e *lag* ao invés de um para cada período de tempo, variável e *lag*.

Em resumo, constatou-se que parte dos resultados gerados se mantiveram consistentes em relação das evidências contidas na literatura empírica, mesmo com o uso de uma base de dados atualizada que incorpora o período recente de elevada liquidez internacional. Entretanto, não foi possível identificar uma relação entre abertura comercial e fluxos internacionais de capitais. Assim, a seguir serão avaliados os modelos para países emergentes e em desenvolvimento.

2.4.2.2 Mercados Emergentes e em desenvolvimento são diferentes?

O modelo discutido no tópico anterior buscou revisitar os principais resultados presentes na literatura. Constatou-se que, apesar de estarem associados negativamente ao crescimento de longo prazo, os fluxos internacionais de capitais podem exercer influência positiva sobre o produto real per capita a partir de determinados limiares de desenvolvimento financeiro e institucional. Com base nessa perspectiva, considera-se relevante retomar a análise dos mercados emergentes e em desenvolvimento. Para isso, foram retirados da base de dados os países classificados como desenvolvidos e aqueles que se caracterizam por possuir elevado PIB per capita.

A nova composição permitiu que fossem incorporadas variáveis explicativas adicionais, que de modo geral estão mais intimamente relacionadas aos fatores que determinam o crescimento nas economias menos desenvolvidas. Inicialmente, foi incorporado um controle para a dívida como proporção do produto (Dívida/PIB), dado que, em geral, tais países apresentam o descontrole fiscal e o alto endividamento público como fator limitador do seu desenvolvimento no longo prazo. A variável de controle para os termos de troca, que na versão anterior media apenas a capacidade dos países de pagar suas importações com as exportações, foi substituída pelo Índice de Termos de Troca, que avalia o preço dos produtos exportados para cada país, cuja variação em geral exerce impacto substancial no crescimento em países menos desenvolvidos. Assim, a Tabela 2.5 apresenta os resultados do modelo de crescimento considerando a qualidade institucional para mercados emergentes e em desenvolvimento.

Mais uma vez, os resultados não permitem rejeitar a hipótese de convergência condicional, com o parâmetro estimado da variável PIB Inicial apresentando sinal negativo e altamente significativo. Entretanto, todos os modelos estimados indicaram que a maioria dos parâmetros não foi significativa – crescimento populacional, variação no índice de termos de troca e relação dívida/PIB. Contatou-se a existência de evidências pouco expressivas de uma relação positiva entre investimento – colunas (1) e (6) – e instituições – coluna (4) – com a variável dependente. A influência positiva mais recorrente e significativa foi o capital humano – colunas (1), (2), (3), (4) e (6).

Tabela 2.5 – Modelo de crescimento e instituições, período 1990-2014.

VARIÁVEIS	(1) Δ PIBpc	(2) Δ PIBpc	(3) Δ PIBpc	(4) Δ PIBpc	(5) Δ PIBpc	(6) Δ PIBpc	(7) Δ PIBpc
PIB Inicial	-0.495*** (0.128)	-0.535*** (0.155)	-0.564*** (0.175)	-0.420*** (0.136)	-0.411*** (0.134)	-0.499*** (0.139)	-0.472*** (0.175)
Dívida/PIB	-0.0246 (0.0552)	-0.0156 (0.0678)	-0.0410 (0.0401)	-0.0299 (0.0363)	-0.0309 (0.0473)	0.00337 (0.0519)	-0.0445 (0.0339)
Δ Índice TOT	0.0842 (0.107)	0.0143 (0.108)	0.0983 (0.110)	0.0473 (0.0870)	0.0427 (0.108)	0.0195 (0.105)	0.0576 (0.116)
Δ População	-1.315 (1.640)	-2.198 (2.426)	-0.808 (1.913)	-0.916 (1.816)	-1.862 (2.077)	-1.602 (1.927)	-2.343 (1.640)
Investimento	0.677* (0.404)	0.603 (0.499)	0.283 (0.507)	0.357 (0.501)	0.503 (0.450)	0.812* (0.457)	0.297 (0.477)
Capital Humano	0.641** (0.263)	0.598* (0.324)	0.671** (0.266)	0.507** (0.247)	0.437 (0.265)	0.562* (0.288)	0.581 (0.375)
Instituições	0.0257 (0.0739)	0.0451 (0.0837)	0.0887 (0.0580)	0.111** (0.0468)	0.0497 (0.0592)	0.0861 (0.0782)	0.0447 (0.0618)
Abertura Financeira	-3.456* (1.839)						
Instituições x Abert. Finan.	0.489* (0.257)						
Influxos Totais		-5.844* (2.936)					
Instituições x Influxos Totais		0.852* (0.442)					
Investimento Direto			-7.812** (3.311)				
Instituições x Invest. Direto			1.067** (0.462)				
Investimento Carteira				3.500 (11.66)			
Instituições x Invest. Carteira				-0.583 (1.674)			
Outros Investimentos					-3.514 (3.715)		
Instituições x Outros Invest.					0.569 (0.591)		
Total Dívidas (<i>Debt</i>)						-4.723 (3.940)	
Instituições x <i>Debt</i>						0.658 (0.600)	
Total Não-Dívidas (<i>Equities</i>)							-8.452 (7.663)
Instituições x <i>Equities</i>							1.303 (1.176)
Constante	2.876*** (0.965)	3.271** (1.300)	2.972** (1.223)	1.992* (1.020)	2.483*** (0.897)	2.694*** (0.914)	2.835** (1.203)
Observações	287	287	287	287	287	287	287
Número de Países	79	79	79	79	79	79	79
Instrumentos	46	46	46	46	46	46	46
AR (2)	0.253	0.219	0.177	0.197	0.242	0.143	0.252
<i>Hansen Test</i>	0.841	0.657	0.610	0.588	0.198	0.676	0.286

Nota: Estimacões incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimacões realizadas por System GMM, por meio do comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimacões em *twostep*, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os *p-value* das estatísticas de teste AR(2) e Hansen Test. Por parcimônia, optou-se por criar um único instrumento para cada variável e *lag* ao invés de um para cada período de tempo, variável e *lag*.

Entretanto, os resultados novamente indicaram que tanto a integração financeira quanto os diferentes tipos e categorias funcionais de influxos de capitais exerceram influência direta negativa na variável dependente, impacto que se tornou positivo a partir de um

determinado nível de qualidade institucional⁸¹ –, cuja exceção foi o investimento em carteira. Calculou-se que a integração financeira, os influxos totais e o investimento direto são capazes de produzir impacto positivo em termos de crescimento de longo prazo nas economias emergentes e em desenvolvimento que atingirem um limiar de qualidade institucional entre 6,86 e 7,32.

Já o resultado do modelo que considera o desenvolvimento financeiro como parâmetro de interação é apresentado na Tabela 2.6. Assim como o modelo institucional, os parâmetros estimados de convergência condicional e de capital humano mostraram-se significativos como fatores explicativos para o crescimento do PIB real per capita no longo prazo, além de apresentarem os sinais esperados. Mais uma vez, o investimento em capital físico não ofereceu evidências significativas de um impacto positivo sobre a variável dependente, com exceção dos modelos apresentados nas colunas (5) e (7).

Entretanto, um aspecto fundamental foi que tanto a integração financeira quanto os influxos de capital totais foram pró-crescimento a partir de determinados limiares de desenvolvimento financeiro. Há inclusive evidência de que os influxos de dívida (*Debt*) possam gerar impactos positivos a partir de determinados limiares⁸². Constatou-se que a integração financeira, os influxos totais e os influxos de dívida possam produzir impacto positivo em termos de crescimento nos países que atingirem um limiar de desenvolvimento financeiro entre 49,88% e 54,09%.

De um modo geral, os resultados estimados para a amostra completa corroboraram os resultados fundamentados pelos modelos teóricos para as economias emergentes e em desenvolvimento. Dessa forma, pode-se validar, ao menos em parte, a hipótese do modelo neoclássico de crescimento econômico de que os fluxos internacionais de capitais são pró-crescimento, apesar de os benefícios esperados serem condicionais aos limiares citados anteriormente.

⁸¹ Cálculo dos respectivos limiares: Abertura Financeira: $(3,456 - 0,489(\text{Instituições}) = 0)$, limiar *Instituições* = 7,07; Influxos Totais: $(5,844 - 0,852(\text{Instituições}) = 0)$, limiar *Instituições* = 6,86; Investimento Direto: $(7,812 - 1,067(\text{Instituições}) = 0)$, limiar *Instituições* = 7,32.

⁸² Cálculo dos respectivos limiares: Abertura Financeira: $(3,428 - 0,859(\ln \text{CRÉDITO}) = 0)$, *CRÉDITO* = 54,09%; Influxos Totais: $(3,984 - 1,019(\ln \text{CRÉDITO}) = 0)$, *CRÉDITO* = 49,88%; Influxos de Dívida: $(4,481 - 0,1,129(\ln \text{CRÉDITO}) = 0)$, *CRÉDITO* = 52,93%.

Tabela 2.6 – Modelo de crescimento e desenvolvimento financeiro, período 1990-2014.

VARIÁVEIS	(1) Δ PIBpc	(2) Δ PIBpc	(3) Δ PIBpc	(4) Δ PIBpc	(5) Δ PIBpc	(6) Δ PIBpc	(7) Δ PIBpc
PIB Inicial	-0.455** (0.190)	-0.422** (0.191)	-0.353** (0.161)	-0.426*** (0.144)	-0.341* (0.176)	-0.516** (0.237)	-0.0788 (0.153)
Dívida/PIB	-0.0132 (0.0284)	-0.0221 (0.0285)	-0.0755 (0.0577)	-0.0497 (0.0310)	-0.0460 (0.0334)	-0.0127 (0.0343)	-0.0785 (0.0480)
Δ Índice TOT	0.0799 (0.152)	0.0669 (0.133)	0.0610 (0.0917)	0.00569 (0.101)	0.0407 (0.156)	0.0145 (0.144)	0.165 (0.149)
Δ População	0.189 (1.888)	-0.358 (1.690)	0.843 (1.402)	0.797 (1.490)	-0.249 (1.642)	0.275 (1.748)	-0.497 (1.090)
Investimento	0.631 (0.534)	0.711 (0.485)	0.585 (0.506)	0.414 (0.441)	0.660* (0.378)	0.664 (0.586)	0.797** (0.350)
Capital Humano	0.608** (0.299)	0.567* (0.310)	0.503** (0.227)	0.507*** (0.183)	0.382* (0.229)	0.677* (0.347)	0.153 (0.226)
Crédito	0.0705 (0.102)	0.0433 (0.0875)	0.0726 (0.0960)	0.136 (0.116)	0.0634 (0.0992)	0.122 (0.0992)	-0.0461 (0.0625)
Abertura Financeira	-3.428*** (1.265)						
Crédito x Abert. Finan.	0.859*** (0.320)						
Influxos Totais		-3.984** (1.841)					
Crédito x Influxos Totais		1.019** (0.489)					
Investimento Direto			-2.503 (2.953)				
Crédito x Invest. Direto			0.377 (0.976)				
Investimento Carteira				0.408 (6.332)			
Crédito x Invest. Carteira				-0.449 (1.900)			
Outros Investimentos					-1.546 (2.005)		
Crédito x Outros Invest.					0.442 (0.541)		
Total Dívidas (<i>Debt</i>)						-4.481* (2.517)	
Crédito x <i>Debt</i>						1.129* (0.679)	
Total Não-Dívidas (<i>Equities</i>)							0.408 (3.002)
Crédito x <i>Equities</i>							-0.0424 (0.754)
Constante	2.339** (0.907)	2.297** (0.938)	1.663* (0.985)	2.036*** (0.699)	1.920** (0.872)	2.514** (1.137)	0.592 (0.917)
Observações	282	282	282	282	282	282	282
Número de Países	79	79	79	79	79	79	79
Instrumentos	46	46	46	46	46	46	46
AR (2)	0.388	0.342	0.267	0.387	0.328	0.470	0.266
<i>Hansen Test</i>	0.415	0.196	0.352	0.280	0.100	0.389	0.123

Nota: Estimacões incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimacões realizadas por System GMM, por meio do comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimacões em *twostep*, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os *p-value* das estatísticas de teste AR(2) e Hansen Test. Por parcimônia, optou-se por criar um único instrumento para cada variável e *lag* ao invés de um para cada período de tempo, variável e *lag*.

Assim, até o presente momento foram revisitadas as evidências presentes na literatura empírica e avaliados os efeitos dos influxos de capitais para as economias emergentes e em desenvolvimento. O passo seguinte será avaliar a hipótese do modelo de determinação da conta corrente, que supõe que os influxos de capitais exercem influência indireta sobre o produto através do estímulo ao consumo de bens não transacionáveis.

2.4.2.3 Instituições como os determinantes fundamentais no longo prazo?

Os resultados apresentados até então corroboram em parte as considerações dispostas pelo modelo de crescimento neoclássico, que estabelece que a abertura financeira e os fluxos internacionais de capitais seriam capazes de acelerar o crescimento de longo prazo para as economias menos desenvolvidas. Conforme verificado, a condição para que tais resultados sejam alcançados é a superação de determinado limiar de desenvolvimento financeiro e institucional. Entretanto, a hipótese estabelecida pelo modelo de determinação da conta corrente, que relaciona a expansão do produto ao aumento do consumo de bens não comercializáveis, não foi explicitamente testada.

Para desenvolver o argumento de maneira adequada é necessário estabelecer que bens tipicamente não comercializáveis – como imóveis, por exemplo – são transacionados mais intensamente durante ciclos de expansão do crédito doméstico⁸³. Assim, conforme Lane e McQuade (2014, p. 212) o crescimento do crédito doméstico é o mecanismo chave que liga os fluxos de capitais aos preços dos imóveis.

Entretanto, a simples avaliação da expansão de crédito não seria capaz de captar os efeitos reais que os influxos exercem sobre o produto. Para corrigir essa distorção e possibilitar que os efeitos reais sejam capturados, parece bastante claro que a avaliação da taxa de crescimento do crédito corrente como proporção do produto corrente constitui-se numa *proxy* adequada para medir a expansão real do mercado de bens não comercializáveis⁸⁴.

Dessa forma, optou-se por utilizar a expansão do crédito doméstico como proporção do PIB com um indicador do desempenho do mercado de bens não transacionáveis. A tabela 2.7 apresenta os resultados obtidos para a estimação do modelo de crescimento do crédito como proporção do PIB. Observou-se que a integração financeira e os influxos de dívida exercem influência positiva e significativa na expansão do crédito doméstico, que por definição, serviu como variável utilização para mensurar a expansão real do mercado de bens não comercializáveis. Dessa forma, constatou-se que há evidências que não permitem rejeitar a hipótese estabelecida pelo modelo de determinação da conta corrente de que os influxos são pró-crescimento via aumento no consumo de bens não comercializáveis. Entretanto, cabe

⁸³ Entretanto, a simples avaliação da expansão do crédito não seria suficiente para determinar a existência de expansão real no mercado de bens não comercializáveis, pois como o modelo de determinação da conta corrente estabelece, o aumento no consumo pode gerar impacto puramente inflacionário, não afetando o produto real.

⁸⁴ Nesse caso, a expansão nominal do preço dos bens não transacionáveis seria diretamente transferida para o produto nominal. Uma expansão na razão crédito doméstico/PIB Nominal indica a existência de uma expansão não apenas no preço (inflação), mas na produção real desse tipo de bem.

destacar que os resultados indicaram que apenas um tipo de influxo – de Dívidas ou *Debt* – é capaz se gerar o efeito demonstrado, além do aumento da integração financeira.

Tabela 2.7 – Modelo de crescimento para o crédito, período 1990-2014.

VARIÁVEIS	(1) Δ Crédito	(2) Δ Crédito	(3) Δ Crédito	(4) Δ Crédito	(5) Δ Crédito	(6) Δ Crédito	(7) Δ Crédito
Crédito Inicial	-0.664*** (0.208)	-0.743*** (0.179)	-0.742*** (0.166)	-0.738*** (0.156)	-0.817*** (0.170)	-0.707*** (0.199)	-0.765*** (0.145)
PIB pc Inicial	0.143 (0.296)	0.257 (0.247)	0.300 (0.251)	0.296 (0.269)	0.345 (0.243)	0.200 (0.250)	0.368 (0.231)
Dívida/PIB	0.0625 (0.0797)	0.0562 (0.0797)	0.0646 (0.0873)	0.0525 (0.0822)	0.0200 (0.0838)	0.0473 (0.0821)	0.0620 (0.0827)
Δ Índice TOTI	0.155 (0.169)	0.183 (0.185)	0.237 (0.225)	0.203 (0.242)	0.207 (0.221)	0.148 (0.188)	0.223 (0.223)
Δ População	2.026 (3.160)	2.504 (2.747)	2.234 (3.164)	1.507 (2.553)	1.550 (2.714)	2.022 (2.776)	1.687 (3.041)
Investimento	1.862 (1.302)	2.263* (1.285)	2.682* (1.546)	2.958** (1.462)	2.403* (1.222)	1.851 (1.165)	3.264** (1.502)
Capital Humano	0.257 (0.513)	0.250 (0.418)	0.354 (0.561)	0.135 (0.545)	0.0569 (0.367)	0.203 (0.365)	0.213 (0.638)
Instituições	0.448*** (0.123)	0.437*** (0.123)	0.354** (0.151)	0.347* (0.176)	0.405*** (0.148)	0.459*** (0.142)	0.308* (0.183)
Abertura Financeira	0.504* (0.272)						
Influxos Totais		0.717 (0.511)					
Investimento Direto			0.656 (1.244)				
Investimento em Carteira				5.786 (3.827)			
Outros Investimentos					0.701 (0.809)		
Dívidas (<i>Debt</i>)						1.077* (0.606)	
Não Dívidas (<i>Equities</i>)							0.0425 (1.101)
Constante	-2.315 (1.451)	-2.868** (1.350)	-2.839** (1.413)	-2.344* (1.269)	-2.589** (1.201)	-2.537* (1.325)	-2.700* (1.359)
Observações	273	273	273	273	273	273	273
Número de Países	79	79	79	79	79	79	79
Instrumentos	46	46	46	46	46	46	46
AR (2)	0.214	0.265	0.500	0.377	0.276	0.187	0.729
Hansen Test	0.245	0.451	0.341	0.259	0.307	0.294	0.332

Nota: Estimções incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimções realizadas por System GMM, por meio do comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimções em *twostep*, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os *p-value* das estatísticas de teste AR(2) e Hansen Test. Por parcimônia, optou-se por criar um único instrumento para cada variável e *lag* ao invés de um para cada período de tempo, variável e *lag*.

Considerando os demais condicionantes da expansão do crédito, é possível estabelecer algumas considerações adicionais. Além das evidências que não permitem rejeitar a hipótese de convergência condicional no modelo de crescimento do crédito, observou-se existe uma relação positiva e significativa – colunas (2), (3), (4), (5) e (7) – entre investimento em capital físico e, principalmente, qualidade das instituições – todas as colunas – com a variável dependente. De um modo geral, o principal determinante da expansão do mercado de bens não transacionáveis – cuja *proxy* é o crescimento do crédito doméstico – é institucional.

Esse aspecto permite estabelecer algumas considerações relevantes sobre o papel das instituições em relação ao crescimento econômico de longo prazo no contexto de expansão dos influxos internacionais de capitais. Inicialmente, as regressões estimadas por meio do modelo básico – sem iterações – não permitiram rejeitar a hipótese de que instituições são pró-crescimento. Esse será considerado como o efeito de primeira ordem, ou seja, Instituições têm impacto positivo direto sobre o crescimento.

Além disso, pode-se considerar que, apesar de os resultados das estimações indicarem que os influxos exercerem influência negativa sobre o crescimento, países com elevado nível de qualidade institucional são capazes de usufruir dos benefícios sugeridos pelo Modelo Neoclássico de Crescimento. Nesse caso, pode-se considerar que as evidências não permitem rejeitar as hipóteses do modelo em sua totalidade, de modo que instituições exercem uma influência de segunda ordem, pois atuam por meio dos influxos de capitais.

Por fim, na tentativa de avaliar o efeito dos fluxos internacionais de capitais sobre o consumo dos bens não transacionáveis, foi possível obter duas evidências extremamente relevantes para o resultado do estudo. A primeira delas foi com relação aos influxos, que não permitem rejeitar a hipótese do modelo de determinação da conta corrente. Nesse caso, tanto a abertura financeira quanto os influxos de dívida foram capazes de estimar o crescimento do crédito como proporção do produto, algo diretamente relacionado à expansão do consumo dos bens não transacionáveis, tal como supõe o modelo em questão.

A segunda foi que Instituições são o principal determinante do crescimento do crédito doméstico. Esse aspecto evidencia a existência de um elo que não corresponde apenas àqueles caracterizados como sendo de primeira – instituições agindo diretamente sobre o crescimento – ou segunda ordem – instituições agindo por meio dos influxos de capitais – mas também, um efeito por meio do desenvolvimento financeiro e aumento do consumo de bens não transacionáveis – cujo efeito é pró-crescimento. Nesse caso fica caracterizado o efeito de terceira ordem, de modo que instituições tendem a ser o principal determinante do crescimento econômico de longo prazo.

2.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste ensaio foi discutir e medir os efeitos dos fluxos internacionais de capitais sobre o desempenho econômico nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento. Para isso, buscou-se introduzir o debate atual sobre os fluxos de capitais nos referidos países, além de revisar a literatura empírica sobre os seus efeitos

macroeconômicos, buscar uma fundamentação teórica capaz de gerar hipóteses testáveis e apresentar a estratégia empírica usada e os respectivos resultados obtidos.

O debate sobre os efeitos dos fluxos internacionais de capitais nos mercados emergentes e em desenvolvimento se mostrou extremamente relevante devido ao episódio recente do uso de políticas monetárias não convencionais nas economias centrais. Com o objetivo de retomar o crescimento econômico devido ao choque adverso gerado pela grande recessão, tais políticas tiveram com “efeito colateral” o subsequente aumento do passivo externos das economias emergentes e em desenvolvimento. De um modo geral, esperava-se que tanto a persistência da expansão monetária quanto a sua possibilidade de reversão abrupta gerasse efeitos significativos sobre o desempenho das economias periféricas.

Por essa razão, buscou-se revisar a literatura empírica para avaliar os possíveis efeitos dos influxos de capitais. De um modo geral, os *surveys* consultados e os trabalhos selecionados evidenciaram a existência de grande heterogeneidade nos períodos de tempo e nos grupos de países que compunham os estudos, o que surge como uma explicação para a ausência de evidências definitivas. Não foi possível identificar a existência de evidências robustas de que integração financeira e fluxos internacionais de capitais eram capazes de estimular incondicionalmente o crescimento econômico no longo prazo, apesar da existência resultados recorrentes de que influxos de investimento direto e em carteira de ações – *equity* – apresentassem efeitos positivos.

Entretanto, as evidências indicaram que os fluxos de capitais tendem a desenvolver resultados positivos mais consistentes em termos de produto per capita apenas em países com determinado nível – ou limiar – de capital humano, abertura comercial, qualidade institucional e desenvolvimento financeiro. Além disso, constatou-se que instrumentos de dívida – *debt* – estariam associados à expansão de crédito, o que poderia levar a bolhas nos preços dos ativos e, conseqüentemente, gerar efeitos nulos ou até mesmo negativos sobre o produto.

Assim, uma vez estabelecidas as principais evidências empíricas presentes na literatura, a próxima seção teve por objetivo apresentar os modelos teóricos que visavam explicar teoricamente as conseqüências dos fluxos de capitais nas economias em desenvolvimento. Resumidamente, tanto o modelo neoclássico de crescimento econômico quanto o modelo de determinação da conta corrente com rigidez de preços indicaram que os influxos de capitais seriam capazes de gerar um efeito pró-crescimento para as economias menos desenvolvidas.

Após apresentar a metodologia empírica, constatou-se com base nas evidências produzidas que, fundamentalmente, os influxos internacionais de capitais não são incondicionalmente pró-crescimento e que, para que os mesmos exerçam efeito positivo no longo prazo, os países em questão precisam alcançar determinados limiares de desenvolvimento financeiro e institucional. Assim, de um modo geral, pode ser estabelecido a existência de dois os mecanismos pelos quais tais fluxos atuam sobre o produto, um deles direto e negativo, outro indireto e positivo – por meio de instituições e desenvolvimento financeiro.

Diante dos efeitos dos diferentes fluxos de capitais, observou-se que tanto a integração financeira quanto os influxos totais apresentaram efeitos positivos sobre o produto per capita de longo prazo quando considerados os limiares de desenvolvimento institucional e financeiro. Por outro lado, influxos de investimento direto produzem um efeito positivo e significativo quando controlados pelas instituições, enquanto os fluxos de dívida – *debt* – exercem tal efeito quando controlados pelo desenvolvimento financeiro.

Com relação aos riscos decorrentes de uma eventual reversão nos influxos, constatou-se que o efeito negativo é limitado, em especial pelo fato de a maior parte dos tipos e categorias funcionais não exercerem um impacto significativo estatisticamente. Entretanto, é preciso considerar a evidência básica de que influxos são incondicionalmente contracíclicos, de modo que sua eventual persistência possa gerar efeitos adversos e duradouros sobre o produto.

Por fim, constatou-se que instituições são o fator fundamental no processo de integração financeira. Se por um lado se obteve evidência de que os benefícios dos influxos em termos de produto são maiores em países com mais elevada qualidade institucional e desenvolvimento financeiro, por outro se constatou que as instituições são fator determinante para o desenvolvimento do próprio mercado de crédito – lembrando que esse está associando esse à expansão no consumo de bens não comercializáveis. Assim, diante da relação entre influxos de capitais e desempenho econômico, concluiu-se que instituições corresponderam ao principal condicionante para que os benefícios de tais influxos, que são preconizados pela teoria econômica, sejam alcançados empiricamente.

3 CONTROLES DE CAPITAIS: UMA NOVA ABORDAGEM POR MEIO DE PAINÉIS DINÂMICOS

The curious task of economics is to demonstrate to men how little they really know about what they imagine they can design.
(Friedrich August von Hayek, 1988)

O objetivo deste ensaio é estudar o papel desempenhado pelos controles de capitais e medir seus principais efeitos sobre os influxos nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento. Com base nos fatos estilizados apresentados até então, este capítulo pretende revisar a literatura teórica e empírica sobre o tema e avaliar a inter-relação dessas restrições com o componente institucional. Adicionalmente, será utilizado nessa etapa do trabalho a base de dados de controles de capitais desenvolvida por Fernández et al. (2016), além de incorporar na análise o período de alta liquidez internacional gerado pelo uso das políticas monetárias não convencionais nas economias centrais.

3.1 INTRODUÇÃO

Os fatos estilizados evidenciaram a existência de um aumento significativo na integração financeira nas economias avançadas e em desenvolvimento, mas também elucidaram que, no decorrer das últimas décadas, o processo tem ocorrido de maneira bastante assimétrica. De acordo com as medidas de abertura *De Facto* e *De Jure*, enquanto que o primeiro grupo de países tem se mostrado cada vez mais receptivo os fluxos internacionais de capitais, o segundo tem se manifestado significativamente mais resistente a esse movimento, mesmo quando o fenômeno é analisado com base na mesma métrica⁸⁵.

Há evidências de que a mobilidade de capitais, especialmente nas economias em desenvolvimento, tende a ser pró-cíclica. Esse aspecto tendo a produzir um excesso de influxos nos períodos de expansão e, por outro lado, fugas de capitais em momentos de instabilidade econômica, recessão ou de queda no produto. Nesse sentido, é necessário encontrar mecanismos que permitam que as políticas macroeconômicas sejam conduzidas de forma neutra ou estabilizadora em relação ao ciclo econômico (KAMINSKY; REINHART; VÉGH, 2005)⁸⁶.

⁸⁵ Para análise do comportamento dos dados, consultar o fato estilizado #2.

⁸⁶ Cabe destacar que os autores não fazem menção ao uso de controles de capitais, entretanto, esclarecem que a prociclicidade dos fluxos corresponde a um aspecto relevante a ser considerado, o que, de certo modo, fundamenta o debate sobre os controles.

A preocupação em lidar com a excessiva mobilidade internacional de capitais não é totalmente desprovida de propósito. Apesar de ter defendido explicitamente a liberalização financeira em vários momentos distintos ao longo das últimas décadas⁸⁷, o Fundo Monetário Internacional, em manifestação institucional recente anos após a grande recessão, se posicionou de forma mais ponderada. De um modo geral, a organização passou a defender inclusive o uso de controles de capitais para mitigar riscos associados aos volumes excessivos dos fluxos, riscos esses que poderiam ser amplificados por falhas na estrutura financeira e institucional dos países (IMF, 2012; OSTRY et al., 2010, 2011).

Em grande medida, o que reabriu o debate sobre a utilização e a efetividade dos controles de capitais nas economias emergentes foi o uso prolongado de políticas monetárias não convencionais por parte dos países desenvolvidos em resposta à crise de 2007-08. Dessa forma, se por um lado as economias avançadas necessitavam repensar o consenso macroeconômico pré-crise diante da situação paradoxal de significativa expansão monetária associada aos níveis persistentemente baixos de inflação e de crescimento, por outro, as economias em desenvolvimento e os mercados emergentes precisavam encontrar formas adequadas para lidar com os influxos de capitais excessivos e duradouros aos quais se tornaram cada vez mais expostos (BLANCHARD et al., 2012, 2014, 2016).

Magud e Reinhart (2005) e Magud, Reinhart e Rogoff (2011) listaram quatro “temores” que em geral os *policy makers* enfrentam com relação à mobilidade internacional de capitais e que, segundo os autores, serviriam como justificativa para o uso de controles⁸⁸. O primeiro deles é o medo da apreciação cambial, que apesar de temporária, faz com que os produtos produzidos domesticamente se tornem menos competitivos nos mercados globais. O segundo é o temor pelo chamado *hot money*, que corresponde ao movimento de recursos externos que entram em grande volume e são retirados rapidamente, causando excessiva volatilidade no mercado local. Em seguida, os autores destacaram o receio de que a chegada de grandes influxos em busca de retornos elevados possa causar uma má alocação dos recursos, provocando possíveis bolhas nos preços dos ativos e encorajando a tomada

⁸⁷ Fischer (1997) apresentou a percepção institucional do Fundo Monetário Internacional que na época era favorável a liberalização ordenada dos movimentos de capitais, cujo argumento baseava-se na ideia de eficiência alocativa.

⁸⁸ Podem ser considerados como controles quaisquer restrições aos movimentos de capitais para dentro ou para fora de um determinado país. Apesar de assumir inúmeras formas distintas, eles podem ser classificados basicamente de duas formas. A primeira delas são os controles baseados em quantidade ou *quantity-based* e a segunda são os baseados no preço *price-based*, sendo que ambos podem ser aplicados sobre os diferentes tipos de fluxos de capitais (DURLAUF e BLUME, 2008, p. 648). Com base na definição acima, fica clara a existência de uma sobreposição de conceitos com relação a controles de capitais e políticas macro prudenciais, o que será esclarecido a seguir.

excessiva de risco. Por fim, consideraram o temor dos formuladores de política em perder a autonomia monetária diante da trindade impossível⁸⁹ (MAGUD e REINHART, 2005, p. 2-6).

De um modo geral, a utilização de controles sobre os fluxos financeiros implicam em custos e benefícios. Por um lado, são considerados custos os fatores que limitam os ganhos diretos e/ou colaterais/indiretos proporcionados pela livre mobilidade de capitais. Entre eles pode-se considerar a impossibilidade de financiamento de investimentos de alto retorno que, em tese, aceleram as taxas de crescimento, a maior dificuldade na promoção de transferências de tecnologias e na disciplina de mercado, bem como na alocação mais eficiente dos recursos. Por outro, os benefícios dos controles estão relacionados especificamente à mitigação dos resultados adversos decorrentes do processo de liberalização financeira, tais com o aumento da vulnerabilidade externa, a possibilidade de ocorrência de *sudden stops*⁹⁰, de crises financeiras e de severa apreciação/depreciação cambial (DELL'ARICCIA et al., 2007; KOSE et al., 2009).

Apesar de existirem nas mais diversas formas, Vegh (2013, p. 713) lista os meios mais comuns de controles sobre influxos de capitais. Segundo o autor, requerimento de reservas não remuneradas ou taxas aplicadas diretamente sobre fluxos bancários ou de carteira e restrições diversas sobre o passivo externo dos bancos teriam por objetivo limitar os influxos, alterar sua composição, aliviar eventuais pressões sobre a taxa real de câmbio e preservar a autonomia monetária. Entretanto, Ostry et al. (2011, p. 563) lembrou que o grau para o qual medidas prudenciais sejam capazes de agir como controles de capitais vai depender da natureza e das circunstâncias sob as quais tais medidas são empregadas. Desse modo, políticas macro prudenciais⁹¹ poderiam muito bem, em determinado contexto específico, atuar de fato como uma forma bastante específica de restrição ao fluxo financeiro internacional, aumentando consideravelmente o leque de medidas.

Nesse ponto, cabe mais uma vez observar a recomendação de Ostry et al. (2010) e Ostry et al. (2011) de que não existe maneira infalível *one-size-fits-all* para lidar com o impacto dos influxos de capitais potencialmente desestabilizadores no curto prazo. Entretanto,

⁸⁹ Trindade/Tríade Impossível ou Trilema de Mundell-Fleming consiste em um conceito amplamente difundido na macroeconomia internacional que estabelece a impossibilidade de obter simultaneamente: (i) taxa de câmbio fixa; (ii) livre mobilidade de capitais e (iii) política monetária independente. Para uma revisão do conceito, sugere-se Sachs e Larrain (2000).

⁹⁰ Eichengreen e Gupta (2016, p. 4) definiram um episódio de *sudden stop* ou parada súbita como aquele em que os influxos diminuem em pelo menos um desvio-padrão da média dos últimos 20 trimestres e duram mais de um trimestre ou quando os influxos caem abaixo de dois desvios-padrão por pelo menos um trimestre.

⁹¹ Políticas Macro Prudenciais envolvem intervenções nos mercados financeiros na forma de taxas ou restrições de quantidades. Segundo Claessens (2014, p. 3), têm por objetivo reduzir o risco sistêmico decorrentes da excessiva prociclicidade do sistema financeiro e de suas interconexões com outros setores da economia.

os autores apresentaram as quatro principais preocupações macroeconômicas que devem preceder o uso de controles. A primeira delas seria com relação ao nível adequado da taxa de câmbio, a segunda sobre a quantidade apropriada de reservas internacionais, seguida pela atenção com a inflação – cujas pressões decorrentes do aumento da oferta de moeda causado pela entrada de capitais podem causar algum tipo de descontrole inflacionário. A quarta e última preocupação está relacionada à política fiscal, cuja redução de gastos e o subsequente aumento da poupança interna tenderiam a reduzir os incentivos às entradas de capital. Dessa forma, apenas quando tais medidas tiverem sido exauridas é que o uso de controles de capitais seria recomendado.

É de extrema relevância discutir os efeitos macroeconômicos dos fluxos internacionais de capitais para as economias emergentes e em desenvolvimento, em especial sobre o crescimento econômico de longo prazo⁹². Entretanto a persistência de enorme liquidez internacional no período posterior à Grande Recessão fez com que o efeito dos controles sobre os influxos voltasse a ser considerado tema relevante de estudo, o que, de fato, corresponde à justificativa do presente capítulo.

Fundamentalmente, busca-se responder se os controles e as restrições impostas à mobilidade de capitais nos países em questão, sejam elas de natureza diretas ou por meio de medidas macroprudencias, alcançaram os objetivos de barrar os influxos e produzir maior estabilidade macroeconômica. Adicionalmente, considera-se fundamental estabelecer quais medidas específicas são capazes de atuar sobre o volume e sobre a composição dos diferentes influxos, além de verificar como instituições influenciam nesse processo. A hipótese de pesquisa é que controles alteram tanto o volume quanto a composição das entradas de capital, de modo que as instituições correspondem a uma variável explicativa chave, ao ponto de otimizar a eficácia das restrições, potencializando os respectivos benefícios esperados.

Assim, além dessa introdução, este capítulo será composto por mais quatro tópicos. O primeiro deles busca revisar a literatura teórica e empírica com o intuito de compreender os efeitos dos controles de capitais sobre os influxos, considerando inclusive o papel das instituições. O segundo apresenta a fundamentação teórica, cujas principais hipóteses desenvolvidas serão testadas no terceiro tópico, que contará com a estratégia empírica e a discussão dos resultados obtidos. Por fim, no quarto e último tópico, serão discutidas as considerações finais em que serão apresentadas as principais conclusões do estudo.

⁹² Esse aspecto foi discutido no capítulo 1 desta tese.

3.2 REVISÃO DA LITERATURA

Essa seção tem por objetivo apresentar uma revisão da literatura sobre os controles de capitais considerando trabalhos que avaliaram o seu uso e sua eficácia de modo teórico e empírico, observando inclusive a sua relação com as instituições. Num primeiro momento, serão apresentados estudos que avaliam teoricamente o impacto do gerenciamento da conta financeira. Em seguida busca-se explicitar as principais evidências empíricas selecionadas para, por fim, avaliar os estudos com consideram a relação entre instituições, controles e os fluxos de capitais.

A consulta sistemática sobre o tema controles de capitais atestou a existência de vasta literatura sobre o seu uso e sua efetividade. Entretanto, observou-se que um número considerável de estudos estava voltado para a análise de casos ou políticas em países específicos. De um modo geral, tais trabalhos foram motivados principalmente pelos casos do Chile e da Malásia, considerados como sucesso na implementação de medidas capazes de restringir a mobilidade dos fluxos. Entretanto, por conta do objetivo deste capítulo, optou-se por considerar apenas os trabalhos que apresentassem resultados teóricos e evidências empíricas para um conjunto de países, que serão chamados de estudos multi-países⁹³.

Primeiramente, observou-se a existência de estudos que tiveram por objetivo a formalização teórica do tema. Reinhart e Smith (1998) analisaram os efeitos macroeconômicos do uso de taxas sobre os influxos de capitais por meio de um modelo matemático e da revisão de alguns fatos estilizados que caracterizaram os períodos que antecederam a imposição de controles em 9 países ao longo da década de 1990. Os autores concluíram que a restrição à mobilidade de capitais é capaz de reduzir o volume e a composição dos fluxos, diminuindo especialmente os influxos de curto prazo.

Na mesma linha de pesquisa, Reinhart e Smith (2002) estudaram formalmente as consequências do uso de políticas de sobre influxos de capitais por meio de modelo matemático e de simulações. Os autores concluíram que mesmo barreiras temporárias aos fluxos foram efetivas, capazes de inibir o endividamento ineficiente do setor privado e que potenciais benefícios gerados poderiam ser rapidamente revertidos se houvesse demora na retirada de tais controles quando os mesmo não fossem mais necessários⁹⁴.

⁹³ Essa denominação se deve basicamente a Magud e Reinhart (2005). Cabe salientar que alguns estudos buscam sistematizar as evidências presentes na literatura, entre eles Magud e Reinhart (2005), Magud, Reinhart e Rogoff (2011) e Ostry et al. (2010).

⁹⁴ Blanchard et al. (2015) também formalizaram, por meio de um modelo de portfólio, o impacto não só dos controles de capitais, mas também do uso de intervenções esterilizadas e da taxa de juros como forma de conter

Korinek e Sandri (2016) utilizaram um modelo de três períodos para uma pequena economia aberta e simulações numéricas para avaliar se era preferível o uso de controles de capitais ou de medidas macroprudenciais atingir o objetivo de mitigar os efeitos dos fluxos sobre a estabilidade financeira. Segundo os autores, em economias emergentes é recomendável o uso de ambas as medidas para evitar a excessiva variação cambial, tornando a atividade econômica mais estável e reduzindo a incidência e a severidade das crises⁹⁵.

Apesar das evidências empíricas para o caso multi-países não serem tão abundantes quanto para os estudos de caso, numerosos trabalhos buscaram avaliar os efeitos dos controles sobre o volume dos influxos e sua composição, bem como seu impacto sobre a taxa de câmbio e a independência da política monetária. Montiel e Reinhart (1999) avaliaram os efeitos dos controles de capitais sobre o volume e a composição dos fluxos por meio de regressões de dados em painel utilizando dados anuais para uma amostra de 15 países no período 1990-1996. Os autores não encontraram evidências de que eventuais obstáculos à mobilidade de capitais tivessem exercido algum efeito sobre o volume dos influxos, entretanto, por outro lado, os mesmos foram capazes de alterar a sua composição, reduzindo a parcela de capitais de curto prazo em relação à de longo prazo.

Edison e Reinhart (2001) avaliaram em qual extensão o uso de controles de capitais teriam sido efetivos em três eventos distintos no período 1997 a 1999 utilizando dados diários para 6 países por meio de métodos ARCH e GARCH. Segundo os autores, os controles não apresentaram efetividade para os casos de Brasil e Tailândia, enquanto no caso da Malásia o seu uso foi capaz de gerar maior estabilidade nas taxas de câmbio e de juros, bem como promover maior autonomia da política monetária.

Por outro lado, Kaplan e Rodrik (2001) examinaram a efetividade do uso de controles de capitais na Malásia em comparação com outros 3 países da região por meio do método de diferenças em diferenças utilizando dados mensais e trimestrais do período 1992 a 1996⁹⁶. Segundo os autores, as intervenções foram capazes de tornar a política monetária do país mais independente em relação aos demais. Miniane e Rogers (2007) avaliaram se os controles de capitais efetivamente eram capazes de isolar os países dos efeitos dos choques da política monetária americana. Utilizando a metodologia de vetores autorregressivos em painel

os impactos dos influxos de capitais. Entretanto, tal modelo não será abordado neste momento, sendo tratado em detalhes no tópico seguinte.

⁹⁵ Para esclarecer a questão sobre sobreposição de conceitos, conforme Korinek e Sandri (2016, p. 27) controles de capitais se aplicam exclusivamente a transações financeiras entre residentes e não residentes, enquanto políticas macroprudenciais visam restringir os empréstimos por parte de agentes domésticos independentemente se o crédito for fornecido por prestadores domésticos ou estrangeiros.

⁹⁶ Apesar de terem avaliado o caso específico da Malásia, o trabalho em questão foi considerado multi países por ter realizado uma comparação entre diferentes economias da região.

(PVAR) para uma amostra de 27 países e dados mensais de janeiro de 1971 a dezembro 1998. Os autores não encontraram evidência de que as economias menos abertas aos fluxos internacionais de capitais teriam sofrido menores impactos sobre as taxas de câmbio e de juros. Entretanto, aqueles com controles mais severos experimentaram impactos menos significativos sobre a taxa de câmbio no curto prazo.

Binici, Hitchison e Schindler (2010) avaliaram a eficácia das restrições na conta financeira utilizando dados anuais para 74 países no período 1995 a 2005. Os resultados indicaram que os controles podem afetar tanto o volume quanto a composição dos fluxos de capitais. Li e Rajan (2015) investigaram se os controles de capitais afetam a volatilidade dos influxos de *equities* – investimento estrangeiro e em carteira – por meio de modelo de dados em painel para uma amostra de 37 países emergentes para o período 1995 a 2011. Os autores verificaram que intervenções sobre as saídas de investimento estrangeiro direto tendem a reduzir o volume de influxos desse tipo de fluxo.

Já a motivação inicial para realizar uma análise da relação entre instituições, controles e os fluxos de capitais pode ser atribuída aos trabalhos que buscaram compreender o Paradoxo de Lucas⁹⁷. De um modo geral, tais estudos buscam examinar o papel da qualidade institucional como principal fator capaz de explicar o desenvolvimento financeiro dos países. Nesse sentido, Rajan e Zingales (2003) argumentaram que instituições podem reduzir ou acelerar as atividades de grupos de interesses que obtém privilégios evitando a liberalização financeira. Desse modo, o bloqueio ao movimento de recursos financeiros será menor quanto maior for a qualidade institucional, o que de certa forma fundamenta o argumento de economia política de que instituições, controles e mobilidade de capitais estão inter-relacionados.

Chinn e Ito (2006) investigaram se a abertura financeira *de jure* conduz ao desenvolvimento financeiro usando modelos de dados em painel para uma amostra de 108 países no período 1970-2000. Os autores concluíram que a flexibilização no uso de restrições à mobilidade de capitais pode ser efetiva para o desenvolvimento financeiro apenas se os países atingirem um determinado nível/limiar de desenvolvimento institucional e legal.

Por sua vez, Okada (2013) avaliou como políticas que fazem uso de controles de capitais afetam o volume dos influxos e examinou a sua inter-relação com instituições por meio de dados anuais em painel para uma amostra de 112 países entre 1985 e 2009. Apesar de

⁹⁷ Alguns autores explicam não apenas o Paradoxo de Lucas como consequência de fragilidades institucionais, mas também entendem que instituições são o principal determinante dos influxos internacionais de capitais, tal com Alfaro et al. (2008) e Buchanan, Le e Rishi (2012).

as variáveis não terem sido individualmente significativas, o fator de interação entre ambos mostrou que o efeito parcial dos controles é crescente em relação a qualidade institucional, indicando que os controles são mais efetivos em países com instituições melhores.

Assim, com base nos trabalhos consultados, é possível estabelecer algumas considerações preliminares a cerca dos efeitos dos controles de capitais sobre volume dos influxos, sua composição e seu impacto sobre demais variáveis macroeconômicas. Os modelos teóricos analisados indicaram que a efetividade das intervenções sobre a livre mobilidade de ativos e passivos financeiros para estabilização da economia ocorre predominantemente no curto prazo e que é recomendável seu uso em conjunto com medidas macroprudenciais.

Com relação às evidências empíricas, a literatura consultada destacou a eficácia dos controles em alterar a composição dos influxos, de forma a reduzir a participação dos capitais de curto prazo e promover o aumento dos fluxos de longo prazo no montante total, além de reduzir a volatilidade da taxa de câmbio e dos juros, bem como em promover maior independência da política monetária⁹⁸. Adicionalmente, obteve-se evidência de que restrições à mobilidade de capitais seriam capazes de reduzir o volume dos influxos. Por fim, alguns estudos que fundamentaram o argumento de economia política, indicando a importância das instituições para a efetividade dos controles, sendo inclusive apresentadas evidências de que a eficácia dos mesmos só ocorre a partir de determinado nível ou limiar de qualidade institucional.

Assim, uma vez estabelecidos os principais resultados e evidências empíricas presentes na literatura, a próxima seção tem por objetivo apresentar o modelo teórico que visa explicar as consequências dos controles de capitais nas economias emergentes e em desenvolvimento. Para isso, será utilizado o modelo de portfólio para uma pequena economia aberta, desenvolvido em Blanchard et al. (2015).

3.3 MODELO TEÓRICO

A percepção oferecida pela revisão da literatura sugere que a restrição a sua livre mobilidade de capitais deveria ser capaz de alterar a composição dos fluxos e de reduzir seu volume, além de restringir eventuais pressões sobre a taxa de câmbio real e produzir maior

⁹⁸ Apesar de o presente capítulo não ter o objetivo de estudar especificamente o impacto dos controles sobre a taxa de câmbio e a independência da política monetária, a eficácia dos mesmos sobre o volume e a composição dos influxos pode indicar sua efetividade sobre ambas as variáveis. Contudo, para mensurar tal aspecto, seria necessário um novo estudo, o que serve se sugestão para trabalhos futuros.

independência para política monetária. Diante desse contexto, a presente seção buscou desenvolver um modelo simples, fundamentado na abordagem de diversificação de carteira e baseando em Blanchard et al. (2015)⁹⁹. A opção pelo modelo em questão se deu pelo fato que o mesmo esclarece os principais motivos para o uso dos controles de capitais e possibilita a criação de hipóteses testáveis.

3.3.1 Modelo de Portfólio com Diversificação de Carteira

Considere uma pequena economia aberta cujo banco central é capaz de definir a oferta de moeda e a taxa de juros da política monetária. Supõe-se que os influxos de capitais serão alocados em apenas dois ativos domésticos que são substitutos imperfeitos, chamados de “*bonds*”, cujos retornos são diretamente controlados pela política monetária, e “*non-bonds*”, cujo retorno é determinado no mercado¹⁰⁰. Existe apenas um único ativo externo, que é substituto imperfeito para ambos ativos domésticos¹⁰¹. Sejam as condições a seguir:

3.3.1.1 Demanda de Ativos por Investidores Domésticos

A demanda de ativos por parte de investidores domésticos é representada por M_D , B_D , N_D e B_D^* , que denotam, respectivamente, moeda doméstica, *bonds* domésticos – cuja taxa de retorno é dada por R_B – *non-bonds* domésticos – cuja taxa de retorno é dada por R_N – e ativos externos – mais especificamente, *bonds* externos – cuja taxa de retorno é dada por R^* ¹⁰². Seja E definido como a taxa de câmbio e E_{+1}^e a taxa de câmbio esperada para o próximo período, de tal forma que a taxa de retorno dos ativos externos em moeda local seja igual a R^*E/E_{+1}^e . Assumindo W como sendo a riqueza doméstica total, obtêm-se as seguintes condições:

$$\begin{aligned}
 M_D &= (\alpha_0 - \alpha_1 R_B) \\
 B_D &= (a + \beta(R_B - R_N) + \beta(R_B - R^*E/E_{+1}^e))(W - M_D) \\
 N_D &= (b + \beta(R_N - R_B) + \beta(R_N - R^*E/E_{+1}^e))(W - M_D)
 \end{aligned} \tag{3.1}$$

⁹⁹ Uma discussão sobre o tema está disponível em e Blanchard et al. (2016).

¹⁰⁰ Uma forma de visualizar de maneira clara a natureza destes ativos é considerar como *bonds* os títulos de dívida e *non-bonds* as ações ou participações em empresas cujos dividendos distribuídos caracterizam sua principal remuneração.

¹⁰¹ Segundo Blanchard et al (2015, p. 5), o fato de ativos domésticos e externos serem substitutos imperfeitos permite que a diferença de retornos entre ambos evite que ocorrem influxos de capitais infinitos.

¹⁰² O subscrito “D” estabelece que tais ativos serão demandados por investidores domésticos.

$$B_D^*/E = (c + \beta(R^*E/E_{+1}^e - R_B) + \beta(R^*E/E_{+1}^e - R_N))(W - M_D)$$

É assumido que a demanda por moeda doméstica depende apenas da taxa de juros da política monetária que, sem perda de generalidade, é dada por R_B . Para satisfazer a restrição orçamentária, assume-se que $a + b + c = 1$. A demanda por ativos domésticos, portanto, é proporcional a riqueza disponível líquida da demanda por moeda e depende da taxa de retorno relativa, de modo que um aumento igual e simultâneo em todas as taxas manterá a demanda inalterada. Sem perda de generalidade, o parâmetro β , que representa o grau de substitutibilidade entre os diferentes ativos, é igual em todas as equações. As dotações e riqueza iniciais são dadas por $\bar{W} = \bar{M}_D + \bar{B}_D + \bar{N}_D + \bar{B}_D^*$.¹⁰³

3.3.1.2 Demanda por Ativos por Investidores Estrangeiros

Assume-se que os investidores estrangeiros têm a opção de escolher entre ativos externos e locais e que os mesmos não demandam moeda doméstica – ou que demandam moeda doméstica com o objetivo exclusivo de adquirir ativos domésticos. Dado que a procura por moeda e títulos estrangeiros não desempenham qualquer papel para a determinação do equilíbrio no mercado local, então, sem perda de generalidade, os mesmos não serão especificados no modelo. Assim, a demanda externa por ambos os *bonds* e *non-bonds* domésticos, respectivamente B_F e N_F , é dada por:

$$\begin{aligned} B_F &= (d + \beta(R_B - R_N) + \beta(R_B - R^*E/E_{+1}^e + s_B))(W^* - M_D^*) \\ N_F &= (f + \beta(R_N - R_B) + \beta(R_N - R^*E/E_{+1}^e + s_N))(W^* - M_D^*) \end{aligned} \quad (3.2)$$

As equações acima estabelecem que a demanda externa por ativos domésticos depende da riqueza externa líquida da demanda por moeda e das taxas de retorno relativas. Novamente, por simplificação e sem perda de generalidade, o parâmetro β é igual em ambas às equações. Já as variáveis s_B e s_N correspondem à diferença de percepção entre investidores domésticos e estrangeiros quanto ao retorno dos ativos, ou seja, captam as mudanças na demanda externa por ativos locais e são a fonte dos influxos internacionais de capitais. Assim,

¹⁰³ Claramente, a riqueza inicial total deverá ser alocada em algum tipo de ativo doméstico ou estrangeiro. Assume-se que o banco central emite moeda local contra títulos domésticos (não há possibilidade de compra e títulos estrangeiros). Assim, a oferta monetária M e os títulos B_{BC} são tais que $M - B_{BC} = \bar{M} - \bar{B}_{BC}$.

o modelo busca, efetivamente, avaliar o efeito de ambos nas condições de equilíbrio. Por fim, as dotações iniciais de ativos domésticos detidos por estrangeiros são dadas por \bar{B}_F e \bar{N}_F .

3.3.1.3 Condições de Equilíbrio

As condições de equilíbrio requeridas para o mercado de ativos, sendo os mesmos compostos por moeda local, *bonds* e *non-bonds*, e para a conta financeira do balanço de pagamentos são as seguintes:

$$\begin{aligned}
 M &= M_D \\
 \bar{B}_D + \bar{B}_F + \bar{B}_{BC} &= B_D + B_F + B_{BC} \\
 \bar{N}_D + \bar{N}_F &= N_D + N_F \\
 (B_F - \bar{B}_F) + (N_F - \bar{N}_F) &= (B_D^* - \bar{B}_D^*)/E
 \end{aligned} \tag{3.3}$$

Por conta da Lei da Walras¹⁰⁴ exclui-se a primeira condição de equilíbrio e, dado que a variável R_B de política monetária é exógena e definida pelo Banco Central, é possível excluir mais uma condição. Por fim, mantém-se apenas a condição de equilíbrio para o mercado de *non-bonds* e para a conta financeira do balanço de pagamentos, o que possibilita determinar R_N e E/E_{+1}^e . Sem perda de generalidade, defini-se $E_{+1}^e = R_B = R^* = 1$ e que a riqueza líquida da demanda por moeda será a mesma para ambos os países, simplificando significativamente a notação utilizada.

Por hipótese do modelo, para uma dada oferta de *non-bonds*, tanto um aumento quanto uma queda na demanda doméstica por esses ativos deve ser necessariamente compensada pela demanda externa. Assim, considerando as definições acima, obtém-se a condição de equilíbrio para o mercado de *non-bonds* e para a conta financeira do balanço de pagamentos, ambos dados por:

$$\begin{aligned}
 [(R_N - 1) + (R_N - E)] + [(R_N - 1) + (R_N - E + s_N)] &= 0 \\
 [(1 - R_N) + (1 - E + s_B)] + [(R_N - 1) + (R_N - E + s_N)] &= (E - 1) + (E - R_N)
 \end{aligned} \tag{3.4}$$

¹⁰⁴ De acordo com Mas-Colell, Whiston e Green (1995, p. 23), a Lei de Walras estabelece que os agentes econômicos alocam sua riqueza completamente, ou seja, a soma de todos os valores do excesso de demanda entre todos os mercados é igual a zero, caso contrário, a economia não estará no equilíbrio. Isso implica que, em um mercado competitivo com n ativos é necessário impor apenas $n - 1$ condições para encontrar o equilíbrio de mercado.

Resolvendo para R_N e E , obtém-se:

$$\begin{aligned} R_N &= 1 + \frac{1}{6} s_B - \frac{1}{6} s_N \\ E &= 1 + \frac{1}{3} s_B + \frac{1}{6} s_N \end{aligned} \quad (3.5)$$

Enquanto a equação para os influxos totais corresponde a:

$$(B_F - \bar{B}_F) + (N_F - \bar{N}_F) = \frac{1}{2} \beta s_B + \frac{1}{2} \beta s_N \quad (3.6)$$

As três equações contêm as principais implicações do modelo. Resumidamente, fica estabelecido que, para uma dada taxa de juros da política monetária, um aumento nos influxos de *bonds* gera simultaneamente a uma apreciação cambial e um aumento na taxa de retorno de *non-bonds*, fenômenos que teriam um efeito contracionista sobre o produto¹⁰⁵. Por outro lado, influxos de *non-bonds* também produzem apreciação cambial, mas geram uma queda na taxa de retorno dos mesmos¹⁰⁶. Assim, dependendo do efeito líquido entre a valorização da moeda local e a queda na taxa de retorno dos ativos, tais influxos podem provocar um efeito contracionista ou expansionista sobre o produto¹⁰⁷.

3.3.1.4 Controles de Capital

De acordo com o modelo, controles de capitais podem ser utilizados sobre ambos os tipos de influxos, em conjunto ou separadamente. O sucesso de cada um deles pode ser observado sob a capacidade de eliminar os efeitos de s_B e s_N sobre a taxa de câmbio e a taxa de retorno dos ativos.

¹⁰⁵ O efeito contracionista desencadeado pela apreciação do câmbio real é bastante conhecido e se deve ao estímulo às importações e ao desestímulo às exportações. Por outro lado, o mesmo efeito causado pelo aumento das taxas de retornos do *non-bonds* pode ser atribuído ao custo de oportunidade de produzir, que torna-se maior e, tal como o aumento da taxa de juros da política monetária, tem efeito contracionista.

¹⁰⁶ Claramente, o aumento na demanda de determinado ativo financeiro faz com que seu preço se eleve, o que equivale a uma redução na sua taxa de retorno, equivalente a uma redução na taxa de juros, o que tem efeito expansionista.

¹⁰⁷ Cabe ressaltar que o capítulo 1 dessa tese apresentou evidências que não permitem rejeitar a hipótese de que *non-bonds* podem exercer ambos os impactos sobre o produto – no caso, investimento estrangeiro direto seria expansionista, enquanto investimentos em carteira não exerceriam influência significativa.

Desse modo, considere a existência de controles de capitais que eliminem completamente as compras de *bonds* domésticos por parte de investidores internacionais, de modo que $B_F = 0$. Diante dessa hipótese, a demanda externa por *non-bonds* será dada por $N_F = (f + \beta(R_N - E + s_N))(W^* - M_D^*)$ ¹⁰⁸.

Resolvendo para R_N e E , obtém-se:

$$\begin{aligned} R_N &= 1 - \frac{1}{5} s_N \\ E &= 1 + \frac{1}{5} s_N \end{aligned} \tag{3.7}$$

Claramente, controles de capitais sobre *bonds* teriam a capacidade de suprimir a entrada desse tipo de influxo, alterando a composição dos fluxos totais, além de eliminar completamente o seu efeito sobre a taxa de câmbio e a taxa de retorno de *non-bonds*. Entretanto, os influxos desse tipo de ativo teriam o seu impacto majorado sobre seus retornos, dado que $1/6 < 1/5$. O mesmo se observa em relação à taxa de câmbio.

Por outro lado, suponha que os controles sejam exercidos exclusivamente sobre *non-bonds* e que a sua demanda seja determinada exclusivamente por investidores domésticos. Nesse caso, não há o efeito s_N . Assim, seguindo os mesmos passos, a condição de equilíbrio para a taxa de câmbio será dada por:

$$E = 1 + \frac{2}{3} s_B \tag{3.8}$$

Constata-se, portanto, que controles de capitais intensificam os efeitos dos *bonds* sobre a taxa de câmbio e, do mesmo modo, elevam a taxa de retorno de *non-bonds*. Assim, tais restrições seriam, ao menos teoricamente, capazes de isolar uma economia dos fluxos internacionais de capitais.

Portanto, a fundamentação teórica permitiu estabelecer que o impacto dos diferentes influxos de capitais sobre diferentes variáveis macroeconômicas, bem como as formas pela qual podem ser alcançados os objetivos dos controles. Assim, eventuais restrições à

¹⁰⁸ Importante destacar que, sob o pressuposto do controles, a condição de equilíbrio no mercado de *non-bonds* e do balanço de pagamentos será dado, respectivamente, por $(R_N - 1) + (R_N - E) + (R_N - E + s_N) = 0$ e $(R_N - E + s_N) = (E - 1) + (E - R_N)$.

mobilidade de capitais seriam capazes de reduzir e a alterar a composição dos fluxos, limitar a pressão sobre a taxa de câmbio, promover a independência da política monetária, bem como produzir efeito expansionista ou contracionistas, dependendo do tipo de intervenção. A seguir, será apresentada a metodologia utilizada para testar as principais hipóteses do modelo.

3.4 ESPECIFICAÇÃO DO MODELO, RESULTADOS E DISCUSSÃO

O modelo de portfólio desenvolvido por Branchard et al. (2015) estabeleceu a que controles de capitais reduzem o retorno dos ativos para os investidores externos e, dessa forma, são capazes de influenciar o volume e alterar a composição dos influxos – além de, conseqüentemente, limitar a pressão sobre a taxa de câmbio e promover a independência da política monetária. Diante de determinadas condições explicitadas anteriormente, as restrições iriam promover o efeito expansionista e mitigar o efeito contracionista que diferentes tipos de influxos exercem sobre o produto, o que corresponderia ao principal argumento favorável a sua utilização. Esta seção busca apresentar a estratégia empírica utilizada para testar a hipótese de que controles de capitais são capazes de alterar tanto o volume quanto a composição dos influxos¹⁰⁹.

3.4.1 Especificação do Modelo

Considerando o comportamento dinâmico dos influxos de capitais, é razoável assumir que essa variável tenda a apresentar alguma dependência temporal com relação ao seu comportamento passado. Dessa forma, a metodologia comumente utilizada para medir o impacto dos controles é por meio dos modelos dinâmicos de dados em painel¹¹⁰. Nesse caso, as equações serão especificadas conforme abaixo:

¹⁰⁹ Apesar de o modelo estabelecer que controles de capitais são capazes de limitar o efeito dos fluxos de capitais sobre a taxa de câmbio e sobre a independência da política monetária, essas hipóteses não serão formalmente testadas. Visto que a abordagem está voltada para o comportamento de longo prazo nas variáveis econômicas, especificamente por conta da abordagem institucional utilizada, movimentos de curto prazo não poderão ser avaliados. Por outro lado, pode-se considerar que, se os controles forem efetivos para conter ou alterar a composição dos influxos, teoricamente os seus efeitos de curto prazo sobre as demais variáveis também serão alcançados.

¹¹⁰ O método em questão foi discutido no capítulo 1 do presente trabalho.

$$\begin{aligned}
CF_{i,t} &= \alpha_t + \gamma CF_{i,t-1} + \beta_1 CC_{i,t} + \beta_2 INST \times CC_{i,t} + \beta_3 INST_{i,t} + \beta_4 X_{i,t} + u_{i,t} \\
u_{i,t} &= c_i + \varepsilon_{i,t} \\
i &= 1, 2, \dots, N; \quad t = 2, 3, \dots, T.
\end{aligned}
\tag{3.9}$$

onde o subscrito i estabelece o país, t o período composto por médias de cinco anos de cada variável, c_i corresponde a características individuais de cada país invariantes no tempo, α_t corresponde a *dummies* temporais e $\varepsilon_{i,t}$ o termo de erro. $CF_{i,t}$ é a variável dependente dada pelos fluxos internacionais de capitais medidos como proporção do produto, $CC_{i,t}$ é a variável que mede os controles de capitais conforme Fernández et al. (2016), $INST_{i,t}$ avalia a qualidade institucional conforme PRS Group (2016), $INST_{i,t} \times CC_{i,t}$ corresponde ao fator de interação entre ambas as variáveis e $X_{i,t}$ é o conjunto de variáveis de controles comumente usados na literatura consultada.

Para estimar os parâmetros do modelo foi utilizado o estimador *GMM System*¹¹¹ originalmente desenvolvido por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998), na versão de Roodman (2009a) e Hayakawa (2009) para uma amostra de 60 países em desenvolvimento no período 1990-2014. As estimações foram realizadas em dois estágios e os erros-padrão corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Para analisar a consistência dos estimadores foram realizados o *Hansen Test*, que avaliou a hipótese nula de validade das condições de momento, e o *AR(2)*, que testou a hipótese nula de ausência de correlação serial de segunda ordem no termo de erro. A justificativa para escolha do estimador *GMM System* decorreu do fato de que o mesmo permite avaliar a natureza dinâmica do fenômeno em questão, possibilita o controle de variáveis não observáveis e resolve problemas de endogeneidade, além de ser o método comumente empregado para esse tipo de estudo.

O principal diferencial do presente trabalho com relação os estudos já realizados é a utilização da base de dados sobre controles de capitais desenvolvida por Fernández et al. (2016). Ela permite avaliar não apenas restrições aos fluxos de um modo geral, mas também restrições específicas com relação a entradas e saídas de capitais. Adicionalmente, além de um indicador de abertura *de jure* para a conta de capitais, foram utilizadas mais dez categorias de restrições a ativos, o que permite verificar quais os tipos de controles serão mais efetivos para conter determinado influxo de capital. O restante das variáveis utilizadas foi obtido por meio do World Bank Data, IMF Data e PWT 9.0 e todos eles estão descritos no Anexo B. Os

¹¹¹ Modelos de dados em painel, inclusive o *GMM System*, são discutidos de forma bastante detalhada em Wooldridge (2010), Greene (2012) e Hsiao (2014).

períodos utilizados para a estimação das equações foram organizados em médias de intervalos de cinco anos não sobrepostos, sendo 1990-1994 para as variáveis iniciais, seguido por 1995-1999, 2000-2004, 2005-2009 e 2010-2014 para as demais variáveis. A amostra foi composta por 60 países emergentes e em desenvolvimento¹¹².

Para avaliar o efeito dos controles as variáveis dependentes foram classificadas inicialmente por categoria funcional, composto por Influxos Totais, por Investimento Direto, por Investimento em Carteira e por Outros Investimentos¹¹³. Alternativamente, para testar a hipótese proposta por Blanchard et al. (2015), os mesmos foram agregados por tipo, composto por influxos de Dívida – *Bonds* ou *Debt*, ou seja, aqueles com remuneração pré-determinada e que estão mais intimamente associados a taxa de juros da política monetária, como instrumentos de dívidas e derivativos financeiros, entre outros – e Não-Dívida – *Non-Bonds* ou *Equity*, ou seja, ativos cuja remuneração não é pré-determinada, como ações ou cotas de fundos de investimento, distribuição e reinvestimento de lucros, entre outros.

3.4.2 Resultados

Nesse tópico os principais resultados obtidos por meio do método de estimação proposto serão apresentados e discutidos em dois blocos. O primeiro deles buscará avaliar os resultados dos controles de capitais sobre as diferentes categorias funcionais de influxos, que corresponde a abordagem tradicional. O segundo apresentará uma discussão com a literatura teórica consultada, em especial a respeito do papel dos diferentes controles sobre dois tipos distintos de influxos, compostos por instrumentos *Bond* e *Non-Bond*¹¹⁴. Em ambos os casos, será testado o parâmetro de interação, na expectativa de verificar a existência ou não de algum limiar de qualidade institucional e a efetividade dos controles sobre entradas e saídas, individualmente.

¹¹² São eles: África do Sul, Argélia, Angola, Arábia Saudita, Argentina, Barein, Bangladesh, Bolívia, Brasil, Bulgária, Burkina Faso, Cazaquistão, Chile, China, Colômbia, Costa do Marfim, Costa Rica, Equador, Egito, El Salvador, Etiópia, Filipinas, Gana, Guatemala, Hungria, Índia, Indonésia, Jamaica, Kuwait, Líbano, Malásia, Marrocos, México, Moldávia, Myamar, Nicarágua, Nigéria, Oman, Paquistão, Panamá, Paraguai, Peru, Polônia, Quênia, República Dominicana, República Tcheca, Romênia, Rússia, Sri Lanka, Tailândia, Tanzânia, Togo, Tunísia, Turquia, Uganda, Ucrânia, Uruguai, Venezuela, Vietnã e Zâmbia.

¹¹³ A categoria funcional “Outros Investimentos” é composta pela soma dos influxos de derivativos, outros *Equities* e outros *Debt* que não são classificados como investimento direto ou em carteira e caracterizam-se por serem majoritariamente de curto prazo.

¹¹⁴ Cabe destacar que, na prática, o segundo bloco irá testar as hipóteses do modelo de Blanchard et al. (2015) relacionadas ao papel dos controles sobre os influxos de capitais. Por não constituir objetivo do presente trabalho, não será avaliado o efeito dos controles sobre o câmbio ou sobre a política monetária.

3.4.2.1 Controles de Capitais e Categorias Funcionais

O primeiro passo escolhido para avaliar o efeito dos controles de capitais foi testar a sua eficácia sobre os influxos totais. Desse modo, foi possível verificar se as restrições impostas às diferentes categorias funcionais de instrumentos financeiros eram capazes de reduzir o montante agregado de influxos para as economias em desenvolvimento e mercados emergentes selecionados.

A Tabela 3.1 apresenta os resultados estimados do modelo que avalia os efeitos dos controles de capitais sobre os influxos totais para período 1990-2014. Com relação à consistência das estimações, não foi possível rejeitar a hipótese nula de validade das condições de momento. Entretanto, as equações (7) e (11) tiveram de ser descartadas devido ao fato de ter-se rejeitado a hipótese nula de ausência de autocorrelação de segunda ordem dos resíduos.

Tabela 3.1 – Efeito dos controles de capitais sobre os influxos totais, período 1990-2014.

Variáveis	(1) Total	(2) Total	(3) Total	(4) Total	(5) Total	(6) Total	(7) Total	(8) Total	(9) Total	(10) Total	(11) Total
Total Inicial	-0.00347 (0.0448)	-0.00991 (0.0523)	0.0330 (0.0649)	0.0131 (0.0626)	-0.0126 (0.0469)	-0.0254 (0.0529)	0.00485 (0.0414)	-0.0139 (0.0514)	-0.0107 (0.0598)	-0.0123 (0.0501)	-0.0552 (0.0516)
PIBpc Inicial	-0.0229 (0.0230)	-0.0300 (0.0200)	-0.0273 (0.0263)	-0.0412*** (0.0154)	-0.0271 (0.0194)	-0.0103 (0.0233)	-0.0273 (0.0210)	-0.0256 (0.0240)	-0.0271 (0.0312)	-0.0204 (0.0262)	-0.00200 (0.0227)
Termos de Troca	0.0153 (0.0193)	0.0187 (0.0181)	0.0109 (0.0306)	0.0284 (0.0183)	0.0175 (0.0155)	0.00730 (0.0259)	0.0121 (0.0202)	0.0120 (0.0194)	0.00618 (0.0252)	0.0119 (0.0183)	-0.000369 (0.0229)
Inflação	0.0716*** (0.0229)	0.0689*** (0.0206)	0.0776*** (0.0254)	0.0810*** (0.0137)	0.0854*** (0.0123)	0.0587 (0.203)	0.0804*** (0.0196)	0.0816*** (0.0145)	0.0672*** (0.0114)	0.0764*** (0.0161)	0.0335 (0.0402)
Crédito	0.0544 (0.0510)	0.0509 (0.0567)	0.0528 (0.0593)	0.0545 (0.0472)	0.0860* (0.0497)	0.00689 (0.0233)	0.0710 (0.0566)	0.0718 (0.0447)	0.0465 (0.0493)	0.0713 (0.0507)	-0.00151 (0.0724)
Governo	0.285 (0.249)	0.282 (0.212)	0.191 (0.244)	0.402** (0.156)	0.320 (0.278)	0.180 (0.205)	0.178 (0.319)	0.211 (0.242)	0.119 (0.169)	0.283 (0.264)	0.147 (0.288)
Instituições	0.0286** (0.0141)	0.0305** (0.0147)	0.0262* (0.0139)	0.0299* (0.0158)	0.0246* (0.0139)	0.0314*** (0.0117)	0.0286** (0.0118)	0.0266** (0.0120)	0.0295*** (0.0107)	0.0213 (0.0134)	0.0168 (0.0128)
KA	0.0297 (0.0454)										
EQ		0.0399 (0.0352)									
BO			0.0220 (0.0531)								
MM				0.0144 (0.0229)							
CI					-0.00315 (0.0284)						
DE						0.0216 (0.0252)					
CC							0.0112 (0.0268)				
FC								-0.00484 (0.0188)			
GS									0.00659 (0.0151)		
DI										0.00708 (0.0364)	
RE											0.0507 (0.0326)
Observações	205	202	161	201	201	188	205	205	198	204	201
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	60	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.186	0.576	.	0.683	0.107	0.357	0.0706	0.133	0.492	0.195	0.0888
Hansen Test	0.278	0.576	0.512	0.435	0.180	0.493	0.481	0.496	0.741	0.449	0.586

Nota: Estimções incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimções realizadas por System GMM, por meio do comando `xtabond2` desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimções em `twostep`, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os p-value das estatísticas de teste AR(2) e Hansen Test. Extração de c_i por meio do método *Forward Orthogonal Deviations* e uso de *Backward Orthogonal Deviations* para os instrumentos.

Constatou-se que nenhuma das categorias de controles testada foi capaz de induzir a uma redução nas entradas totais de capitais, dado que nenhum dos parâmetros estimados foi significativo. Entretanto, apesar desse resultado, as restrições a Investimentos Coletivos (CI) e Créditos Financeiros (FC) apresentaram uma relação negativa, o que pode ser um indício de efetividade dos controles nas estimações futuras – ou seja, aquelas em que serão considerados os influxos desagregados.

Observou-se que, apesar de não significativo, os influxos totais iniciais apresentaram, na grande maioria dos casos, parâmetro estimado com sinal negativo, indicando convergência no longo prazo. Com relação ao produto per capita inicial, todos os parâmetros estimados apresentaram sinal negativo, altamente significativo para a equação (4). Esse resultado indica que países mais ricos – ou seja, com maior PIB Inicial per capita – tendem a atrair proporcionalmente menos capitais externos em relação aqueles mais pobres¹¹⁵. A avaliação dos termos de troca, apesar de todas as equações válidas terem obtido parâmetros positivos, os mesmos foram não significativos. A princípio, quando os preços das exportações se elevam em relação ao preço das importações, os países em questão tendem a atrair mais capital¹¹⁶.

Os parâmetros estimados para a variável Crédito com sinal positivo – e significativo na equação (5) – indicaram que países com maior desenvolvimento financeiro tendem a atrair um volume maior de capital. Já os parâmetros estimados com sinais positivos para as variáveis Inflação, altamente significativo na maioria das equações, e Consumo do Governo, significativo na equação (4), indicaram que economias com forte expansão na demanda – que pode ser desencadeada inclusive pelo aumento dos gastos públicos, cuja consequência é inclusive a pressão maior sobre os preços – tendem a atrair maior volume de capitais externos. Por fim, há evidência de que os influxos totais são fortemente determinados pela qualidade institucional dos países¹¹⁷.

A Tabela 3.2 avalia os efeitos que as restrições sobre entradas e saídas de diferentes categorias de instrumentos financeiros exerceram sobre os influxos totais. Dado que os

¹¹⁵ Esse é um comportamento esperado para economias em desenvolvimento, visto que, por serem mais pobres e menos desenvolvidas, buscam acelerar o ritmo de crescimento incrementando o investimento por meio da apropriação de poupança externa e em alguns casos, ao longo desse período, acumulam sucessivos déficits em conta corrente. Para uma explicação formal, sugere-se Vegh (2013, Cap. I).

¹¹⁶ Trata-se de um resultado esperado, dado que economias em desenvolvimento em geral são bastante suscetíveis à variação nos preços das *commodities*, algo que estimula o consumo interno e provoca um aumento na demanda por poupança externa. Para uma explicação mais detalhada, consultar Reinhart e Reinhart (2009) e Reinhart, Reinhart e Trebesch (2016).

¹¹⁷ Essa evidência está de acordo com Alfaro et al. (2008), que ao tentar explicar o paradoxo de Lucas estabeleceu a instituições são o principal determinante dos influxos de capitais.

parâmetros estimados para os controles apresentaram resultados semelhantes aqueles observados no modelo geral, os mesmos foram suprimidos da tabela.

Tabela 3.2 – Controles sobre entradas e saídas sobre influxos totais, período 1990-2014.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
Entradas	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total
KAi	0.0186 (0.0407)										
EQi		0.0264 (0.0397)									
BOi			0.0170 (0.0337)								
MMi				0.00958 (0.0185)							
CIi					-0.0160 (0.0225)						
DEi						0.0316 (0.0337)					
CCI							-0.0107 (0.0294)				
FCi								-0.00460 (0.0217)			
GSi									0.00644 (0.0190)		
Dli										0.0132 (0.0464)	
REi											0.0242 (0.0462)
Observações	205	202	159	196	198	188	198	197	197	197	199
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	59	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.286	0.725	.	0.761	0.196	0.577	0.0668	0.460	0.260	0.151	0.140
Hansen Test	0.291	0.628	0.433	0.517	0.310	0.567	0.526	0.566	0.454	0.549	0.350

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
Saídas	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total
KAo	0.0306 (0.0371)										
EQo		0.0426 (0.0270)									
BOo			0.00386 (0.0436)								
MMo				0.0186 (0.0301)							
CIo					0.0150 (0.0271)						
DEo						0.0121 (0.0199)					
CCo							0.0216 (0.0171)				
FCo								0.0272 (0.0290)			
GSo									0.000750 (0.0196)		
Dlo										0.0112 (0.0292)	
REo											0.0218 (0.0286)
Observações	205	202	159	196	198	188	198	197	197	197	199
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	59	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.286	0.725	.	0.761	0.196	0.577	0.0668	0.460	0.260	0.151	0.140
Hansen Test	0.291	0.628	0.433	0.517	0.310	0.567	0.526	0.566	0.454	0.549	0.350

Nota: Estimções incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimções realizadas por *System GMM*, por meio do comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimções em *twostep*, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os p-value das estatísticas de teste *AR(2)* e *Hansen Test*. Extração de c_i por meio do método *Forward Orthogonal Deviations* e uso de *Backward Orthogonal Deviations* para os instrumentos.

Com relação às restrições as entradas e saídas de capitais, a equação (7) teve de ser descartada em ambos os grupos por ter-se rejeitado a hipótese nula de ausência de autocorrelação de segunda ordem dos resíduos, mesmo que não tenha sido possível rejeitar a hipótese nula de validade das condições de momento. Na análise dos efeitos das restrições às entradas, apesar de nenhum dos parâmetros ter sido significativo, as restrições a Investimentos Coletivos (CI), Créditos Comerciais (CC) e Créditos Financeiros (FC) apresentaram uma relação negativa – ou seja, mais restrições, menos influxos.

Considerando as restrições as saídas de capitais, além de todos os parâmetros estimados terem sido não significativos, nenhum deles apresentou sinal negativo, indicando a inexistência de qualquer tipo de efetividade desse tipo de controles de capitais. Assim, de um modo geral, os resultados mostram que não há evidência robusta de que controles de capitais possam determinar de alguma maneira, o volume dos influxos de capitais totais para as economias em desenvolvimento.

Para finalizar, é importante destacar que, para contemplar o objetivo previamente estabelecido pelo estudo, foram estimadas equações contendo a interação entre instituições e os diferentes controles de capitais. Dado que não foram obtidos resultados estatisticamente significativos em nenhum dos casos e, adicionalmente, devido à má qualidade da especificação, os mesmos não serão apresentados. Dessa forma, o passo seguinte consiste em avaliar se tais restrições são ou não capazes de produzir algum efeito sobre as diferentes categorias funcionais¹¹⁸.

A Tabela 3.3 apresenta o efeito dos controles de capitais sobre os influxos de Investimento Direto nas economias emergentes e em desenvolvimento selecionadas para o período 1990-2014. Considerando a consistência das estimações, em todas as equações não foi possível rejeitar a hipótese nula de validade das condições de momento e de ausência de autocorrelação de segunda ordem nos resíduos.

Com relação aos controles, os resultados não se mostraram substancialmente diferentes daqueles obtidos pelo modelo de influxos totais, apesar de o parâmetro de convergência não ter sido estatisticamente significativo nem ter apresentado sinais negativos em todas as equações. Entretanto, merece destaque o fato de todas as estimações terem exibido parâmetros com sinal positivo e altamente significativos para a variável Instituições, o que indica que a referida variável corresponde ao principal determinante desse influxo de capital, e com sinal negativo e altamente significativos para a variável PIB Inicial per capita.

¹¹⁸ Na realidade, nenhum modelo apresentou parâmetro de interação estatisticamente significativo. Ademais, houve perda significativa na consistência dos resultados, indicando que tal especificação não foi adequada.

Tabela 3.3 – Efeito dos controles de capitais sobre os influxos de investimento direto, período 1990-2014.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto					
Inv. Direto Inicial	-0.0382 (0.111)	0.0126 (0.115)	0.0601 (0.136)	0.0532 (0.140)	-0.0313 (0.105)	0.0652 (0.171)	0.0221 (0.103)	-0.0475 (0.123)	-0.0191 (0.110)	-0.0348 (0.0974)	-0.0511 (0.109)
PIBpc Inicial	-0.0250*** (0.00436)	-0.0194*** (0.00574)	-0.0266*** (0.00693)	-0.0214*** (0.00475)	-0.0226*** (0.00506)	-0.0217*** (0.00731)	-0.0192** (0.00882)	-0.0263*** (0.00728)	-0.0201*** (0.00720)	-0.0224*** (0.00621)	-0.0260*** (0.00886)
Termos de Troca	0.00550 (0.00773)	0.00260 (0.00757)	0.0114 (0.00862)	0.00451 (0.00770)	0.00620 (0.00621)	0.0161 (0.00990)	0.00311 (0.0112)	0.00477 (0.00880)	0.00209 (0.00949)	0.00637 (0.00848)	0.00669 (0.00911)
Inflação	0.115*** (0.0127)	0.104*** (0.0136)	0.101*** (0.0170)	0.102*** (0.0139)	0.112*** (0.0138)	0.00315 (0.0470)	0.0974*** (0.0120)	0.116*** (0.0157)	0.106*** (0.0150)	0.0967*** (0.0101)	0.116*** (0.0235)
Crédito	0.0411** (0.0172)	0.0225 (0.0233)	0.0296* (0.0156)	0.0284 (0.0210)	0.0282 (0.0197)	0.0189 (0.0172)	0.0236 (0.0271)	0.0478* (0.0277)	0.0235 (0.0240)	0.0379* (0.0225)	0.0463 (0.0335)
Governo	0.211*** (0.0791)	0.160** (0.0775)	0.165* (0.0960)	0.189*** (0.0705)	0.196*** (0.0717)	0.170** (0.0773)	0.126 (0.0940)	0.211** (0.102)	0.183* (0.106)	0.135 (0.0818)	0.209* (0.111)
Instituições	0.0205*** (0.00518)	0.0207*** (0.00621)	0.0233*** (0.00614)	0.0195*** (0.00644)	0.0206*** (0.00601)	0.0157** (0.00649)	0.0213*** (0.00683)	0.0191*** (0.00471)	0.0193*** (0.00611)	0.0196*** (0.00532)	0.0270*** (0.00692)
KA	-0.0427** (0.0182)										
EQ		-0.0144 (0.0143)									
BO			-0.0112 (0.0192)								
MM				-0.0158 (0.0182)							
CI					-0.0303** (0.0123)						
DE						-0.00274 (0.0202)					
CC							-0.00906 (0.0175)				
FC								-0.0239** (0.0106)			
GS									-0.0175 (0.0136)		
DI										-0.0394*** (0.00929)	
RE											-0.0258 (0.0245)
Observações	205	202	161	201	201	188	205	205	198	204	201
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	60	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.290	0.293	.	0.436	0.277	0.262	0.247	0.280	0.448	0.247	0.258
Hansen Test	0.296	0.196	0.125	0.254	0.248	0.117	0.147	0.209	0.244	0.371	0.244

Nota: Estimções incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimções realizadas por System GMM, por meio do comando `xtabond2` desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimções em `twostep`, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os p-value das estatísticas de teste AR(2) e Hansen Test. Extração de c_i por meio do método *Forward Orthogonal Deviations* e uso de *Backward Orthogonal Deviations* para os instrumentos.

A análise do efeito das restrições sobre os influxos de investimento direto indicam que tal categoria funcional é bastante suscetível aos controles. Todos os parâmetros estimados apresentaram sinal negativo, de modo que tais restrições tendem a inibir as respectivas entradas. O indicador de abertura *de jure* (KA) da conta de capitais evidenciou que os controles em geral atuam de forma significativa sobre os influxos de investimento direto, de modo que o resultado indica eficácia dos controles de capitais para a redução do volume de influxos.

Na análise dos resultados dos efeitos das restrições a categorias específicas, controles sobre Investimentos Coletivos (CI), Créditos Financeiros (FC) e Investimento Direto (DI) apresentaram relação negativa e significativa sobre os influxos em questão. Naturalmente, tal resultado indica que países que pretendem estimular a entrada de capitais de longo prazo, que é o caso do investimento direto, devem suavizar as restrições a esse tipo de categoria de instrumento financeiro. Não é possível fazer qualquer inferência com relação ao impacto dos controles sobre a composição dos influxos, pois para isso seria necessário avaliar o efeito desses nas demais categorias funcionais, o que será feito ao final do capítulo.

A Tabela 3.4 apresenta o efeito dos controles de entradas e saídas de capitais sobre os influxos de investimento direto nas economias emergentes para o período 1990-2014. A equação (3) foi descartada em ambos os modelos devido ao fato de ter-se rejeitado a hipótese nula de validade das condições de momento. Os resultados indicam que restrições *de jure* a entradas e saídas de capitais (KA_i e KA_o) tiveram efeito significativo sobre o Investimento Direto. Do mesmo modo, tal como na análise anterior do modelo geral, controles sobre a entrada de Investimentos Coletivos (CI_i) e de Investimento Direto (DI_i) tiveram impacto negativo e significativo sobre os influxos.

Entretanto, constatou-se que os controles sobre as entradas de Créditos Financeiros (FC_i) não foram significativos, indicando que o efeito obtido no modelo geral se deve a uma composição de restrição a entradas e saídas simultaneamente. Considerando as restrições às saídas, nenhum outro tipo de controle além das restrições *de jure* apresentou-se estatisticamente significativo, apesar de todos os parâmetros estimados terem estabelecido uma relação negativa com a variável dependente. De um modo geral, é possível estabelecer que os controles de capitais foram bastante efetivos para conter influxos de investimento direto.

Tabela 3.4 – Controles de entradas e saídas sobre investimento direto, período 1990-2014.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
Entradas	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto
KAi	-										
	0.0539*** (0.0186)										
EQi		-0.0169 (0.0134)									
BOi			-0.00138 (0.0163)								
MMi				-0.0129 (0.0162)							
Cli					-0.0274* (0.0151)						
DEi						-0.00712 (0.0136)					
CCi							-0.00923 (0.0152)				
FCi								-0.0145 (0.0108)			
GSi									-0.0159 (0.0114)		
Dli										-	
										0.0300*** (0.00941)	
REi											-0.0198 (0.0150)
Observações	205	202	161	200	199	184	205	205	198	204	199
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	60	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.320	0.368	.	0.489	0.318	0.132	0.219	0.338	0.739	0.230	0.161
Hansen Test	0.345	0.346	0.0920	0.227	0.366	0.122	0.164	0.209	0.195	0.408	0.255
Saídas	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto	Invest. Direto
KAo	-0.0273* (0.0153)										
EQo		-0.00728 (0.0131)									
BOo			-0.00973 (0.0157)								
MMo				-0.00540 (0.0159)							
Clo					-0.00959 (0.0171)						
DEo						-0.00529 (0.0181)					
CCo							-0.00726 (0.0159)				
FCo								-0.0164 (0.0152)			
GSo									-0.0129 (0.0133)		
Dlo										-0.0135 (0.0133)	
REo											-0.0267 (0.0185)
Observações	205	202	159	196	198	188	198	197	197	197	199
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	59	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.285	0.305	.	0.377	0.183	0.288	0.498	0.377	0.410	0.898	0.208
Hansen Test	0.264	0.184	0.0898	0.200	0.136	0.110	0.231	0.297	0.165	0.194	0.227

Nota: Estimções incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimções realizadas por *System GMM*, por meio do comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimções em *twostep*, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os p-value das estatísticas de teste *AR(2)* e *Hansen Test*. Extração de c_i por meio do método *Forward Orthogonal Deviations* e uso de *Backward Orthogonal Deviations* para os instrumentos.

As Tabelas 3.5 e 3.6 apresentam, respectivamente, o efeito das restrições gerais sobre capitais e dos controles de entradas e saídas sobre os influxos de investimento em carteira nas economias em desenvolvimento para o período 1990-2014. Em ambos os casos, nenhuma das equações indicou qualquer problema com relação à consistência das estimações, de modo que em todas elas não foi rejeitar a hipótese nula de validade das condições de momento e de ausência de autocorrelação de segunda ordem nos resíduos.

Entretanto, merece destaque que as variáveis de controle não apresentaram resultados semelhantes àqueles obtidos para os modelos de influxos totais e investimento direto. Primeiramente, o parâmetro estimado para Investimento em Carteira Inicial não indicou convergência, pelo contrário, os mesmos exibiram valores positivos e significativos na maioria das equações. Esse resultado sugere que os influxos dessa categoria funcional foram determinados majoritariamente pelo seu valor no período e tenderam a crescer ao longo do tempo.

As variáveis PIB Inicial per capita, Termos de Troca – com exceção da equação (8) – e Inflação – com exceção da equação (6) – indicaram a relação esperada, apesar de não significativo. Os resultados para Crédito e Governo, apesar de não terem sido estatisticamente significativos, não permitem estabelecer qualquer relação entre as variáveis explicativas e a variável dependente, pois as estimações apresentaram sinais distintos em diferentes equações. Por sua vez, Instituições apresentaram uma relação positiva e significativa – com exceção da equação (8) – o que indica que tal variável corresponde ao principal determinante para essa categoria funcional de influxos¹¹⁹.

Com relação aos controles de capitais no modelo geral, é preciso destacar que nenhum parâmetro estimado foi estatisticamente significativo, apesar de a grande maioria, com exceção dos controles sobre *Bonds* (BO) e *Money Market* (MM), apresentarem uma relação negativa entre controles e influxos. O mesmo ocorreu para os modelos estimados para as restrições a entradas – cujas exceções foram às restrições a *Money Market* (MMi) e Investimento Direto (DI) – e saídas – cujas restrições foram *Bonds* (BOo), *Money Market* (MMo), Créditos Comerciais (CCo) e Garantias (GSo) – desse tipo de influxos de capital.

¹¹⁹ Como já fora destacado anteriormente, o parâmetro de interação foi testado e não apresentou resultados significativos, comprometendo inclusive a consistências das estimações, razão pela qual tais resultados foram descartados.

Tabela 3.5 – Efeito dos controles de capitais sobre os influxos de investimento em carteira, período 1990-2014.

Variáveis	(1) Carteira	(2) Carteira	(3) Carteira	(4) Carteira	(5) Carteira	(6) Carteira	(7) Carteira	(8) Carteira	(9) Carteira	(10) Carteira	(11) Carteira
Carteira Inicial	0.199** (0.0835)	0.164** (0.0776)	0.167 (0.134)	0.0591 (0.121)	0.161* (0.0896)	0.171 (0.108)	0.203** (0.0866)	0.236** (0.0910)	0.186** (0.0875)	0.195** (0.0879)	0.141 (0.0954)
PIBpc Inicial	-0.00705 (0.00694)	-0.00617 (0.00533)	-0.00497 (0.00496)	-0.00586 (0.00607)	-0.00531 (0.00684)	-0.00453 (0.00641)	-0.00671 (0.00601)	-0.00427 (0.00661)	-0.00622 (0.00575)	-0.00603 (0.00526)	-0.00781 (0.00503)
Termos de Troca	0.00164 (0.00378)	0.00222 (0.00236)	0.00220 (0.00376)	0.00187 (0.00369)	5.00e-05 (0.00438)	0.00193 (0.00356)	0.00190 (0.00331)	-3.53e-05 (0.00428)	0.00240 (0.00274)	0.000698 (0.00351)	0.00274 (0.00391)
Inflação	0.00347 (0.00525)	0.00575 (0.00400)	0.00178 (0.00598)	0.00216 (0.00422)	0.00245 (0.00682)	-0.0433 (0.0427)	0.00308 (0.00609)	0.000595 (0.00485)	0.00317 (0.00712)	0.000317 (0.00546)	0.00460 (0.00461)
Crédito	-0.00290 (0.0104)	0.00564 (0.00856)	0.00851 (0.0129)	-0.00163 (0.0120)	-0.00629 (0.00935)	-0.00858 (0.0102)	-0.00241 (0.0109)	-0.00505 (0.0132)	-0.00247 (0.0102)	-0.00407 (0.0104)	0.00963 (0.00931)
Governo	0.0100 (0.0365)	0.0232 (0.0336)	0.0340 (0.0645)	-0.00452 (0.0426)	-0.0112 (0.0483)	-0.00488 (0.0378)	-0.00306 (0.0485)	0.0103 (0.0310)	-0.00551 (0.0494)	0.00643 (0.0498)	-0.0101 (0.0445)
Instituições	0.0105** (0.00468)	0.00816** (0.00313)	0.00904** (0.00354)	0.0106* (0.00562)	0.0118*** (0.00411)	0.00929** (0.00452)	0.0102* (0.00589)	0.00708 (0.00462)	0.0104** (0.00511)	0.00891** (0.00390)	0.00984*** (0.00336)
KA	-0.00456 (0.00714)										
EQ		-0.00650 (0.00520)									
BO			0.00323 (0.00975)								
MM				0.00286 (0.00587)							
CI					-0.00503 (0.00627)						
DE						-0.00173 (0.00881)					
CC							0.00113 (0.00588)				
FC								-0.00295 (0.00462)			
GS									-0.00270 (0.00649)		
DI										-0.00398 (0.00709)	
RE											-0.00438 (0.00888)
Observações	205	202	161	201	201	188	205	205	198	204	201
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	60	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.642	0.788	.	0.409	0.784	0.416	0.492	0.535	0.471	0.622	0.747
Hansen Test	0.299	0.612	0.704	0.252	0.340	0.485	0.263	0.507	0.447	0.308	0.356

Nota: Estimções incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimções realizadas por System GMM, por meio do comando `xtabond2` desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimções em `twostep`, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os p-value das estatísticas de teste AR(2) e Hansen Test. Extração de c_i por meio do método *Forward Orthogonal Deviations* e uso de *Backward Orthogonal Deviations* para os instrumentos.

Tabela 3.6 – Controles de entradas e saídas e investimento em carteira, período 1990-2014.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
Entradas	Carteira	Carteira	Carteira	Carteira	Carteira	Carteira	Carteira	Carteira	Carteira	Carteira	Carteira
KAi	-0.00686 (0.00776)										
EQi		-0.00741 (0.00581)									
BOi			-0.00218 (0.00773)								
MMi				0.00290 (0.00456)							
CLi					-0.00492 (0.00545)						
DEi						-0.00661 (0.00527)					
CCi							-1.17e-05 (0.00735)				
FCi								-0.00292 (0.00416)			
GSi									-0.00267 (0.00351)		
Dli										0.000878 (0.00446)	
REi											-0.00510 (0.00698)
Observações	205	202	161	200	199	184	205	205	198	204	199
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	60	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.650	0.681	.	0.394	0.724	0.258	0.515	0.454	0.407	0.541	0.615
Hansen Test	0.325	0.445	0.462	0.272	0.195	0.298	0.192	0.421	0.455	0.494	0.0968

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
Saídas	Carteira	Carteira	Carteira	Carteira	Carteira	Carteira	Carteira	Carteira	Carteira	Carteira	Carteira
KAo	-0.00240 (0.00736)										
EQo		-0.00476 (0.00649)									
BOo			0.00473 (0.0104)								
MMo				0.00139 (0.00678)							
CLo					-0.00215 (0.00589)						
DEo						-0.00126 (0.00809)					
CCo							0.00203 (0.00517)				
FCo								-0.00242 (0.00509)			
GSo									0.000251 (0.00653)		
Dlo										-0.00369 (0.00392)	
REo											-0.00803 (0.00869)
Observações	205	202	159	196	198	188	198	197	197	197	199
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	59	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.569	0.795	.	0.413	0.586	0.491	0.367	0.311	0.503	0.506	0.910
Hansen Test	0.279	0.535	0.363	0.303	0.441	0.528	0.447	0.420	0.271	0.403	0.216

Nota: Estimacões incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimacões realizadas por *System GMM*, por meio do comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimacões em *twostep*, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os p-value das estatísticas de teste *AR(2)* e *Hansen Test*. Extração de c_i por meio do método *Forward Orthogonal Deviations* e uso de *Backward Orthogonal Deviations* para os instrumentos.

Por sua vez, as Tabelas 3.7 e 3.8 apresentam, respectivamente, o efeito dos controles de capitais e dos controles de entradas e de saídas sobre os influxos de Outros Investimentos nas economias em desenvolvimento para o período 1990-2014. Em ambos os casos, nenhuma das equações apresentou problemas com relação à consistência das estimações, de modo que em todas elas não é possível rejeitar a hipótese nula de validade das condições de momento e de ausência de autocorrelação de segunda ordem nos resíduos. Visto que o comportamento das variáveis de controle já foi discutido nos casos anteriores, de forma que a análise dos resultados buscou avaliar apenas aqueles se mostraram mais intrigantes e que, de fato, corresponderam a novas evidências sobre o papel dos controles de capitais.

Na Tabela 3.7 foi possível constatar uma relação negativa e estatisticamente significativa entre inflação e influxos de outros investimentos, com exceção das equações (3), (6) e (10). Dado que essa é uma categoria residual de influxos, que incluem outros investimentos e derivativos financeiros e não envolvem transações de natureza duradoura ou de longo prazo, essa evidência indica que a inflação corrói o retorno desse instrumento financeiro e desestimula essas entradas de capitais. Por outro lado, constatou-se a existência de resultados estatisticamente significativos de uma relação positiva entre esse tipo de influxo e o aumento do gasto do governo – equação (4) – e a melhora da qualidade institucional – equação (9).

Entretanto, o resultado mais contraditório esteve na relação entre os controles e os influxos, que em todas as equações apresentou parâmetros estimados com sinais positivos. As equações (5), (8) e (9) exibiram evidências estatisticamente significativas de que um recrudescimento nos controles sobre os instrumentos financeiros Investimentos Coletivos (CI), Créditos Financeiros (FC) e Garantias (GS) desencadearia um aumento nos influxos de Outros Investimentos.

O mesmo fenômeno foi observado para os modelos de restrição às entradas e saídas de capitais, disponível na Tabela 3.8. Restrições às entradas de determinados instrumentos financeiro dessa categoria funcional de influxos tenderam a estimular as entradas de capitais, dado que controles sobre Ações (EQi), Investimentos Coletivos (CIi) e Créditos Financeiros (FCi) apresentaram parâmetros estimados com sinal positivos e estatisticamente significativos. O mesmo pode ser dito em relação aos controles sobre saídas em geral, ou *De Jure*, (KAo), Ações (EQo), Créditos Comerciais (CCo) e Créditos Financeiros (FCo). De um modo geral, controles sobre diferentes categorias de instrumentos financeiros tendem a estimular os influxos e não retê-los como, de fato, a fundamentação para o seu uso sugere.

Tabela 3.7 – Efeito dos controles de capitais sobre os influxos de outros investimentos, período 1990-2014.

Variáveis	(1) Outros	(2) Outros	(3) Outros	(4) Outros	(5) Outros	(6) Outros	(7) Outros	(8) Outros	(9) Outros	(10) Outros	(11) Outros
Outros Inicial	-0.0158 (0.0460)	-0.0595 (0.0725)	-0.0155 (0.0738)	0.0158 (0.0425)	0.00836 (0.0500)	-0.0327 (0.0462)	0.00431 (0.0394)	0.0123 (0.0569)	0.0178 (0.0636)	-0.0410 (0.0829)	-0.0567 (0.0746)
PIBpc Inicial	-0.00206 (0.0132)	-0.00324 (0.0132)	-0.00277 (0.0197)	-0.0180 (0.0178)	-0.00636 (0.0135)	0.00304 (0.0164)	-0.00724 (0.00814)	-0.00537 (0.0159)	-0.0106 (0.0177)	-0.00301 (0.0221)	0.0155 (0.0163)
Termos de Troca	0.00525 (0.0107)	0.00677 (0.0116)	0.00461 (0.0164)	0.0172 (0.0118)	0.0102 (0.0114)	-0.00252 (0.0116)	0.00932 (0.00851)	0.0126 (0.0110)	0.0111 (0.0120)	0.0103 (0.0152)	-0.00228 (0.0163)
Inflação	-0.0426*** (0.0150)	-0.0449** (0.0185)	-0.0325 (0.0214)	-0.0308** (0.0140)	-0.0321** (0.0133)	0.0315 (0.0985)	-0.0230** (0.00937)	-0.0344*** (0.00940)	-0.0366*** (0.0109)	-0.0139 (0.0136)	-0.0623** (0.0296)
Crédito	0.0173 (0.0394)	0.0137 (0.0366)	0.0243 (0.0504)	0.00947 (0.0459)	0.0381 (0.0451)	0.0339 (0.0533)	0.0332 (0.0248)	0.0192 (0.0256)	0.0231 (0.0354)	0.0510 (0.0536)	-0.0104 (0.0573)
Governo	0.0988 (0.171)	0.120 (0.150)	0.149 (0.233)	0.201* (0.115)	0.124 (0.164)	0.136 (0.134)	0.118 (0.155)	0.0825 (0.149)	0.0617 (0.171)	0.170 (0.171)	0.0323 (0.229)
Instituições	0.00539 (0.00913)	0.00446 (0.0102)	-0.000284 (0.0108)	0.00450 (0.0195)	0.00307 (0.00774)	0.00134 (0.00960)	0.00593 (0.00984)	0.00786 (0.00745)	0.0104* (0.00573)	-0.00126 (0.0105)	-0.00900 (0.0113)
KA	0.0742 (0.0486)										
EQ		0.0573 (0.0347)									
BO			0.0478 (0.0549)								
MM				0.0227 (0.0197)							
CI					0.0383** (0.0158)						
DE						0.0256 (0.0219)					
CC							0.0125 (0.0194)				
FC								0.0299** (0.0132)			
GS									0.0326** (0.0130)		
DI										0.0548 (0.0459)	
RE											0.0624 (0.0390)
Observações	204	201	160	200	200	187	204	204	197	203	200
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	60	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.695	0.567	.	0.931	0.852	0.453	0.814	0.512	0.916	0.980	0.333
Hansen Test	0.748	0.596	0.359	0.374	0.556	0.665	0.517	0.579	0.758	0.378	0.780

Nota: Estimções incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimções realizadas por System GMM, por meio do comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimções em *twostep*, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os p-value das estatísticas de teste AR(2) e Hansen Test. Extração de c_i por meio do método *Forward Orthogonal Deviations* e uso de *Backward Orthogonal Deviations* para os instrumentos.

Tabela 3.8 – Controles de entradas e saídas e outros investimentos, período 1990-2014.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
Entradas	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total
KAi	0.0749 (0.0464)										
EQi		0.0496* (0.0267)									
BOi			0.0461 (0.0448)								
MMi				0.0215 (0.0248)							
CLi					0.0311* (0.0166)						
DEi						0.0343 (0.0237)					
CCi							-0.0108 (0.0178)				
FCi								0.0211 (0.0151)			
GSi									0.0285* (0.0146)		
Dli										0.0298 (0.0414)	
REi											0.0403 (0.0486)
Observações	204	201	160	199	198	183	204	204	197	203	198
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	60	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.627	0.527	.	0.917	0.908	0.213	0.904	0.475	0.890	0.816	0.228
Hansen Test	0.753	0.404	0.470	0.215	0.508	0.720	0.474	0.386	0.682	0.339	0.489
Saídas	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total
KAo	0.0582* (0.0344)										
EQo		0.0427* (0.0232)									
BOo			0.0249 (0.0263)								
MMo				0.0269 (0.0194)							
CLo					0.0284 (0.0182)						
DEo						0.0167 (0.0142)					
CCo							0.0301* (0.0179)				
FCo								0.0386** (0.0165)			
GSo									0.0238 (0.0158)		
Dlo										0.0320 (0.0229)	
REo											0.0493 (0.0308)
Observações	204	201	158	195	197	187	197	196	196	196	198
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	59	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.848	0.736	.	0.903	0.912	0.639	0.468	0.846	0.986	0.974	0.205
Hansen Test	0.692	0.623	0.384	0.369	0.451	0.766	0.317	0.609	0.529	0.730	0.422

Nota: Estimacões incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimacões realizadas por *System GMM*, por meio do comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimacões em *twostep*, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os p-value das estatísticas de teste *AR(2)* e *Hansen Test*. Extração de c_i por meio do método *Forward Orthogonal Deviations* e uso de *Backward Orthogonal Deviations* para os instrumentos.

3.4.2.2 Discussão

Os resultados obtidos permitem que sejam discorridas algumas conclusões preliminares com relação ao papel dos controles de capitais sobre os influxos. Em primeiro lugar, a discussão sobre o modelo teórico de Blanchard et al. (2015) estabeleceu a existência de uma relação negativa entre controles e influxos denominados de *Bonds* – que reagem mais significativamente à taxa de juros da política monetária – e *Non-Bonds* – cujas relações, em geral, são denominados pelo mercado – de modo a mitigar não apenas o volume e a composição das entradas de capitais. Apesar de o modelo indicar que controles são capazes de reduzir a pressão sobre o câmbio e, em alguns casos, mitigar o seu efeito contracionista e estimular seu o efeito expansionista sobre o produto, tais hipóteses adicionais não foram testadas. Conforme apresentado na revisão da literatura, esse resultado está de acordo com os modelos teóricos de Reinhart e Smith (1998, 2002) e Korinek e Sandri (2016).

Assim, uma vez estabelecidas às hipóteses do modelo que serviu de fundamentação para o presente capítulo, as mesmos foram testadas. Para adequar os dados ao modelo proposto, foram considerados os subgrupos que compõe as categorias Investimento Direto, Investimento em Carteira e Outros Investimentos. Adicionalmente, classificou-se como *Non-Bonds* os instrumentos financeiros que envolvem ações ou cotas de fundos de investimento¹²⁰ e, como *Bonds* os instrumentos de dívida – que por definição tem o seu retorno diretamente controlado pela taxa de juros da política monetária – e derivativos financeiros.

Os modelos foram especificados de acordo com o método anterior e os resultados obtidos foram compilados nas Tabelas 3.9 a 3.12. Em todos os casos, nenhuma das equações apresentou problemas com relação à consistência das estimações, de modo que em todas elas não foi possível rejeitar a hipótese nula de validade das condições de momento e de ausência de autocorrelação de segunda ordem nos resíduos. Entretanto, as evidências geradas para medir o efeito dos controles de capitais sobre ambas as categorias funcionais – hipótese do modelo teórico – não apresentaram nenhum dos parâmetros estimados estatisticamente significativos. Diante desse aspecto, não se pretende estender a análise para cada tabela, apesar dos resultados terem indicado que o modelo de Blanchard et al. (2015), ao menos no que diz respeito ao papel dos controles, não foi corroborado pelas evidências empíricas.

¹²⁰ Para revisar os tópicos sobre as diferentes categorias funcionais de instrumentos financeiros, sugere-se consultar IMF (2016).

Tabela 3.9 – Efeito dos controles de capitais sobre os influxos de *Non-Bonds*, período 1990-2014.

Variáveis	(1) Total	(2) Total	(3) Total	(4) Total	(5) Total	(6) Total	(7) Total	(8) Total	(9) Total	(10) Total	(11) Total
<i>Non-Bonds</i> Inicial	0.0997 (0.193)	0.147 (0.149)	0.286* (0.164)	0.190 (0.141)	0.0908 (0.198)	0.236 (0.198)	0.141 (0.138)	0.140 (0.162)	0.140 (0.165)	0.181 (0.171)	0.181 (0.128)
PIBpc Inicial	-0.0150*** (0.00547)	-0.0121** (0.00555)	-0.0104* (0.00611)	-0.0169*** (0.00557)	-0.0170*** (0.00635)	-0.0144** (0.00558)	-0.0145** (0.00585)	-0.0139** (0.00541)	-0.0111** (0.00494)	-0.0152*** (0.00542)	-0.0201*** (0.00572)
Termos de Troca	0.00462 (0.00490)	0.00362 (0.00500)	0.00625 (0.00583)	0.00762 (0.00528)	0.00575 (0.00678)	0.00949 (0.00714)	0.00643 (0.00503)	0.00385 (0.00513)	0.00251 (0.00518)	0.00701 (0.00495)	0.0103** (0.00430)
Inflação	0.0194*** (0.00562)	0.0154** (0.00633)	0.0239*** (0.00775)	0.0188*** (0.00584)	0.0207*** (0.00740)	-0.0135 (0.0438)	0.0160*** (0.00535)	0.0194*** (0.00644)	0.0176*** (0.00558)	0.0169** (0.00637)	0.0198** (0.00820)
Crédito	0.0160 (0.0183)	0.0153 (0.0152)	0.0168 (0.0141)	0.0134 (0.0191)	0.0192 (0.0228)	0.00991 (0.0176)	0.0164 (0.0170)	0.0206 (0.0177)	0.00844 (0.0157)	0.0183 (0.0156)	0.0154 (0.0195)
Governo	0.124* (0.0668)	0.0951 (0.0580)	0.0911 (0.0807)	0.116 (0.0706)	0.116 (0.0753)	0.0983 (0.0601)	0.0848* (0.0472)	0.116* (0.0602)	0.0647 (0.0598)	0.0907* (0.0461)	0.0878 (0.0658)
Instituições	0.0128** (0.00509)	0.0110** (0.00530)	0.00825* (0.00462)	0.0150*** (0.00500)	0.0136* (0.00700)	0.00916** (0.00449)	0.0116* (0.00590)	0.0107* (0.00539)	0.0120** (0.00475)	0.0129*** (0.00348)	0.0169*** (0.00511)
KA	-0.0141 (0.0161)										
EQ		0.000572 (0.00980)									
BO			-0.00104 (0.0183)								
MM				-2.83e-05 (0.00946)							
CI					-0.0167 (0.0117)						
DE						0.000511 (0.00906)					
CC							-0.00244 (0.00938)				
FC								-0.00693 (0.00959)			
GS									-0.00498 (0.0108)		
DI										-0.00957 (0.00763)	
RE											0.000981 (0.0123)
Observações	204	201	160	200	200	187	204	204	197	203	200
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	60	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.177	0.158	.	0.160	0.163	0.512	0.142	0.183	0.407	0.166	0.127
Hansen Test	0.563	0.495	0.314	0.502	0.221	0.437	0.554	0.611	0.590	0.554	0.398

Nota: Estimções incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimções realizadas por System GMM, por meio do comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimções em *twostep*, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os p-value das estatísticas de teste AR(2) e Hansen Test. Extração de c_t por meio do método *Forward Orthogonal Deviations* e uso de *Backward Orthogonal Deviations* para os instrumentos.

Tabela 3.10 – Controles de entradas e saídas sobre *Non-Bonds*, período 1990-2014.

Entradas	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total
KAi	-0.00897 (0.0169)										
EQi		0.00186 (0.0126)									
BOi			-0.000828 (0.00983)								
MMi				0.00432 (0.00895)							
Cli					-0.0143 (0.0134)						
DEi						-0.00514 (0.0105)					
CCi							-0.000810 (0.00980)				
FCi								-0.00301 (0.00792)			
GSi									-0.00600 (0.00853)		
Dli										-0.00726 (0.00539)	
REi											0.00172 (0.00763)
Observações	204	201	160	199	198	183	204	204	197	203	198
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	60	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.181	0.225	.	0.114	0.152	0.214	0.132	0.159	0.522	0.131	0.185
Hansen Test	0.481	0.674	0.387	0.245	0.298	0.369	0.354	0.502	0.602	0.338	0.434

Saídas	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total
MAKAo	-0.0126 (0.0102)										
MAEQo		0.000110 (0.00619)									
MABOo			-0.00468 (0.0170)								
MAMMo				0.00272 (0.0118)							
MACIo					-0.00868 (0.00809)						
MADEo						-0.00144 (0.00748)					
MACCo							-0.00285 (0.00592)				
MAFCo								-0.00646 (0.00944)			
MAGSo									-0.00238 (0.00864)		
MADIo										-0.00166 (0.00695)	
MAREo											-0.0108 (0.0122)
Observações	204	201	158	195	197	187	197	196	196	196	198
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	59	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.186	0.206	.	0.207	0.151	0.623	0.253	0.245	0.296	0.282	0.157
Hansen Test	0.579	0.615	0.282	0.473	0.328	0.373	0.758	0.632	0.596	0.621	0.399

Nota: Estimacões incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimacões realizadas por *System GMM*, por meio do comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimacões em *twostep*, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os *p-value* das estatísticas de teste *AR(2)* e *Hansen Test*. Extração de c_i por meio do método *Forward Orthogonal Deviations* e uso de *Backward Orthogonal Deviations* para os instrumentos.

Tabela 3.11 – Efeito dos controles de capitais sobre os influxos de *Bonds*, período 1990-2014.

Variáveis	(1) Total	(2) Total	(3) Total	(4) Total	(5) Total	(6) Total	(7) Total	(8) Total	(9) Total	(10) Total	(11) Total
<i>Bonds</i> Inicial	0.00668 (0.0547)	-0.0365 (0.0685)	-0.0143 (0.0633)	-0.0123 (0.0433)	-0.00494 (0.0656)	-0.0272 (0.0424)	-0.00120 (0.0508)	-0.0172 (0.0835)	-0.00624 (0.0811)	-0.0331 (0.101)	-0.0372 (0.0400)
PIBpc Inicial	-0.0205 (0.0173)	-0.0152 (0.0216)	-0.0106 (0.0243)	-0.0219 (0.0140)	-0.0131 (0.0218)	-0.00380 (0.0114)	-0.0120 (0.0133)	-0.00847 (0.0247)	-0.0146 (0.0316)	-0.00457 (0.0363)	0.000226 (0.0134)
Termos de Troca	0.0129 (0.0167)	0.00438 (0.0269)	0.00153 (0.0277)	0.00912 (0.0148)	0.00757 (0.0163)	0.00585 (0.0185)	0.00110 (0.0147)	0.00351 (0.0153)	0.00541 (0.0320)	0.00540 (0.0313)	0.00328 (0.0176)
Inflação	0.0536*** (0.0184)	0.0490** (0.0203)	0.0515*** (0.0178)	0.0588*** (0.00930)	0.0608*** (0.0120)	0.0993 (0.145)	0.0609*** (0.0117)	0.0583*** (0.00796)	0.0542*** (0.0184)	0.0624*** (0.0188)	0.0282 (0.0308)
Crédito	0.0639 (0.0491)	0.0393 (0.0498)	0.0343 (0.0570)	0.0203 (0.0420)	0.0732 (0.0458)	0.0314 (0.0330)	0.0608 (0.0368)	0.0536 (0.0399)	0.0450 (0.0620)	0.0665 (0.0735)	0.0239 (0.0594)
Governo	0.185 (0.219)	0.201 (0.184)	0.215 (0.244)	0.215* (0.127)	0.149 (0.261)	0.196 (0.165)	0.163 (0.194)	0.188 (0.186)	0.0472 (0.243)	0.179 (0.233)	0.0213 (0.333)
Instituições	0.0166 (0.0115)	0.0132 (0.0171)	0.00875 (0.0102)	0.0171 (0.0146)	0.0132 (0.0124)	0.0103 (0.0137)	0.00999 (0.00947)	0.00863 (0.0122)	0.0186 (0.0189)	0.00345 (0.0147)	0.00269 (0.0139)
KA	0.0372 (0.0441)										
EQ		0.0465 (0.0409)									
BO			0.0244 (0.0709)								
MM				0.0125 (0.0175)							
CI					0.0196 (0.0228)						
DE						0.0197 (0.0196)					
CC							0.0156 (0.0149)				
FC								0.00569 (0.0167)			
GS									0.0150 (0.0324)		
DI										0.0207 (0.0457)	
RE											0.0517 (0.0332)
Observações	204	201	160	200	200	187	204	204	197	203	200
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	60	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.466	0.687	.	0.303	0.682	0.932	0.588	0.674	0.615	0.632	0.738
Hansen Test	0.333	0.450	0.513	0.641	0.322	0.541	0.613	0.520	0.306	0.226	0.329

Nota: Estimções incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimções realizadas por System GMM, por meio do comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimções em *twostep*, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os p-value das estatísticas de teste AR(2) e Hansen Test. Extração de c_t por meio do método *Forward Orthogonal Deviations* e uso de *Backward Orthogonal Deviations* para os instrumentos.

Tabela 3.12 – Controles de entradas e saídas sobre *Bonds*, período 1990-2014.

Entradas	(1) Total	(2) Total	(3) Total	(4) Total	(5) Total	(6) Total	(7) Total	(8) Total	(9) Total	(10) Total	(11) Total
KAi	0.0336 (0.0532)										
EQi		0.0363 (0.0405)									
BOi			0.0183 (0.0558)								
MMi				0.00786 (0.0173)							
CLi					0.00632 (0.0190)						
DEi						0.0243 (0.0161)					
CCi							-0.00808 (0.0189)				
FCi								-0.000792 (0.0196)			
GSi									0.00540 (0.0154)		
Dli										0.0108 (0.0574)	
REi											0.0171 (0.0314)
Observações	204	201	160	199	198	183	204	204	197	203	198
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	60	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.610	0.850	.	0.266	0.932	0.353	0.739	0.567	0.922	0.568	0.418
Hansen Test	0.492	0.350	0.543	0.643	0.383	0.758	0.428	0.631	0.708	0.357	0.903
Saídas	(1) Total	(2) Total	(3) Total	(4) Total	(5) Total	(6) Total	(7) Total	(8) Total	(9) Total	(10) Total	(11) Total
MAKAo	0.0306 (0.0363)										
MAEQo		0.0351 (0.0305)									
MABOo			0.0197 (0.0373)								
MAMMo				0.0167 (0.0274)							
MACIo					0.0140 (0.0249)						
MADEO						0.0123 (0.0163)					
MACCO							0.0166 (0.0189)				
MAFCo								0.0262 (0.0233)			
MAGSo									0.0121 (0.0287)		
MADIo										0.0123 (0.0192)	
MAREo											0.0461 (0.0386)
Observações	204	201	158	195	197	187	197	196	196	196	198
Países	60	60	60	60	59	57	60	60	60	59	60
Instrumentos	49	49	32	49	49	49	49	49	49	49	49
AR(2)	0.429	0.691	.	0.356	0.667	0.705	0.974	0.494	0.735	0.568	0.698
Hansen Test	0.320	0.433	0.513	0.387	0.300	0.708	0.914	0.647	0.285	0.783	0.223

Nota: Estimções incluem *dummies* de tempo, não reportadas, e uma constante. *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Estimções realizadas por *System GMM*, por meio do comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009a) para o software Stata. Estimções em *twostep*, os erros-padrão estão em parêntese foram corrigidos pelo procedimento de Windmeijer (2005). Reportados os p-value das estatísticas de teste *AR(2)* e *Hansen Test*. Extração de c_i por meio do método *Forward Orthogonal Deviations* e uso de *Backward Orthogonal Deviations* para os instrumentos.

Nessa análise, foi possível concluir que a divisão dos influxos de capitais como *Bonds* e *Non-Bonds* não consiste numa classificação adequada para o estudo do tema em questão, pois os diferentes controles de capitais, sejam eles de um modo geral ou especificamente sobre entradas e saídas, não exerceram efeitos estatisticamente significativos sobre o volume ou a composição dos mesmos. Entretanto, por outro lado, as evidências produzidas na estimação das equações que consideravam cada categoria funcional não permitem descartar a hipótese criada pelos referidos modelos de que controles de capitais seriam capazes de impactar não apenas o volume dos influxos, mas também a sua composição, o que será discutido a seguir.

Reinhart e Smith (1998), Montiel e Reinhart (1999) e Binici, Hitchison e Schindler (2010) encontraram evidências de que controles de capitais são capazes de restringir o volume dos influxos e alterar a composição dos mesmos, reduzindo aqueles de curto prazo em relação aos de longo prazo, enquanto Li e Rajan (2015) constataram que os controles de capitais são efetivos sobre investimento direto¹²¹. Rajan e Zingales (2003), Chinn e Ito (2006) e Okada (2013) destacaram a importância do componente institucional e a existência de limiares, hipótese que justificava o presente capítulo.

Com relação à qualidade institucional, foi possível estabelecer nos modelos de entradas totais, Investimento Direto e em Carteira que Instituições consistem no principal determinante desse tipo de influxo, apesar de haver evidência pouco robusta de uma relação estatisticamente significativa entre essa variável e os influxos de Outros Investimentos. Entretanto, diferentemente dos resultados obtidos por Okada (2013), não foi possível obter evidência da existência de limiares de qualidade institucional a partir dos quais os controles de capitais tendem a ser mais efetivos.

Ao analisar individualmente o papel dos controles, destaca-se que os mesmos não foram eficazes para conter os influxos totais de capitais, o que sugere que o seu uso para mitigar ou reduzir o volume total de entradas consiste numa estratégia inadequada, diante da ausência de evidências quanto a sua efetividade. Com relação aos diferentes controles sobre as categorias de instrumentos financeiros, constatou-se que nem as restrições as entradas ou saídas de capitais quanto a combinação de ambas foi capaz de reduzir o montante agregado de influxos.

¹²¹ Apesar de os estudos de Edison e Reinhart (2001), Kaplan e Rodrik (2001) e Miniane e Rogers (2007) terem direcionado seu objeto de estudo aos efeitos dos controles sobre a independência da política monetária e sobre a pressão cambial, pode-se inferir que, se tais restrições forem capazes de conter os influxos de capitais, os mesmos seriam capazes de aliviar indiretamente os respectivos efeitos.

Como pode ser estabelecido pelos trabalhos consultados na revisão da literatura, restrições à mobilidade de capitais deveriam exercer efeito significativo sobre o volume e a composição dos influxos e que, em geral, tal efeito promoveria influxos de longo prazo em detrimento daqueles de longo prazo. Entretanto, os resultados obtidos pelos modelos estimados não corroboraram essa conclusão.

Constatou-se que restrições de capitais, sejam elas gerais ou exercidas sobre entradas e saídas, tenderam a ser bastante efetivas para conter influxos de Investimento Direto. De um modo geral, por se tratar de uma categoria funcional que engloba instrumentos financeiros de longo prazo, sendo justamente esse tipo de influxos que não se pretende desestimular no caso da necessidade do uso de restrições a livre mobilidade de capitais.

Por outro lado, as evidências obtidas indicaram que os controles de capitais, em especial com relação às saídas de capitais, acabaram estimulando a entrada de Outros Investimentos, composto por instrumentos financeiros caracterizados por serem de curto prazo. Os resultados gerados foram, de certo modo, paradoxais, visto que os controles não só não inibiram os influxos de curto prazo, como reduziram os influxos de longo prazo. Assim, uso de controles de capitais gerou um efeito na sua composição, estimulando a entrada de Outros Investimentos em detrimento de Investimento Direto.

A análise específica dos controles exercidos sobre cada instrumento financeiro indicou que, no modelo geral, restrições a mobilidade de Investimentos Coletivos (CI) e Créditos Financeiros (FC) desestimularam a entrada de Investimento Direto e estimulam a entrada de outros investimentos, caracterizam o que pode ser chamado de “efeito composição”. Por outro lado, controles sobre Garantias (GS) estimulam outros investimentos, enquanto restrições direcionadas para Investimento Direto (DI) reduziram as entradas desse influxo de capital, caracterizando o que será chamado “efeito volume”.

Se considerados apenas os controles específicos sobre entradas e saídas, restrições *De Jure* (KAi) e a Investimento Direto (DIi), ambos sobre entradas, seriam responsáveis pelo efeito volume sobre Investimento Direto, reduzindo tais influxos. Enquanto isso, controle sobre entradas de Ações (EQi) e Garantias (GSi) e saídas de Ações (EQo), Créditos Comerciais (CCo) e Créditos Financeiros (FCo) exerceram o efeito volume sobre Outros Investimentos, elevando suas entradas. Por sua vez, controles sobre entradas de Investimentos Coletivos (CIi) e saídas *De Jure* (KAo) desencadearam o efeito composição, pois reduziram simultaneamente os influxos de Investimento Direto e aumentaram os de Outros Investimentos.

3.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste ensaio foi estudar o papel desempenhado pelos controles de capitais e medir seus principais efeitos macroeconômicos nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento por meio da revisão da literatura teórica e empírica sobre o tema e da avaliação da inter-relação desses controles de capitais e as instituições. Tal abordagem se justificou diante da persistência de um período de enorme liquidez internacional no pós Grande Recessão, que reascendeu o debate sobre a efetividade dos controles de capitais.

A revisão da literatura indicou a existência de um pequeno número de estudos denominados multi-países que buscavam avaliar os efeitos dos controles de capitais. Entretanto, concluiu-se a partir da evidência disponível que controles seriam capazes de alterar não apenas os volumes dos fluxos, mas também a sua composição, beneficiando os fluxos aqueles de longo prazo em detrimento daquelas de curto prazo. O modelo teórico de portfólio com diversificação de carteira foi utilizado para fundamentar as hipóteses de pesquisa formalizou e evidenciou as principais premissas adotadas.

Entretanto, observou-se com base nas evidências obtidas que os dados analisados não respaldaram as hipóteses do referido modelo. Concluiu-se que controles de capitais não foram capazes de mitigar a entrada de fluxos classificados como *Bonds* e *Non-Bonds*, nem mesmo de alterar a sua composição. Esse resultado fragiliza a conclusão do próprio modelo de que controles seriam eficazes para mitigar eventual pressão exercida pelos fluxos de capitais sobre a taxa de câmbio e a independência da política monetária.

Por outro lado, os controles se mostraram efetivos quando os fluxos foram classificados por categoria funcional. Entretanto, os resultados se mostraram paradoxais, visto que geraram evidências que são diametralmente opostas às aquelas observadas na revisão da literatura. Resumidamente, constatou-se que os controles de capitais foram capazes de conter fluxos de Investimento Direto, caracterizados por serem de longo prazo, mas estimulavam a entrada de Outros Investimentos, usualmente considerados de curto prazo.

Com relação ao efeito composição, concluiu-se que determinadas categorias de controles contribuíram simultaneamente para reduzir as entradas de Investimento Direto e estimular as de Outros Investimentos. Nesse caso, a alteração da composição foi no sentido contrário daquela obtida pela evidência presente na literatura consultada, que fundamentalmente respaldava e justificava o uso de controles de capitais.

Portanto, com base nas evidências obtidas pelo presente trabalho, pode-se concluir que o debate sobre a eficácia dos controles de capitais e sua utilização para produzir maior estabilidade econômica ainda encontra-se distante de produzir um consenso teórico e empírico. Isso porque, incorporando o período de altíssima liquidez internacional na amostra de dados, utilizando métodos dinâmicos que mitigam eventuais problemas relacionados à endogeneidade, isolando o efeito de flutuações cíclicas das variáveis e fazendo uso de indicadores recentes e mais completos de controles de capitais, as evidências indicaram que tais restrições não foram suficientemente efetivas para conter influxos e alterar a composição de forma mais favorável à estabilidade macroeconômica. Conforme elucidado, efeito volume e efeito composição foram contrários àqueles preconizados pela literatura econômica. Por fim, apesar de Instituições terem sido novamente caracterizadas com o principal determinante dos influxos, não foi obtida qualquer evidência que corrobore a hipótese da existência de limiares institucionais.

4 EFEITOS MACROECONÔMICOS DOS FLUXOS DE CAPITAIS PARA O BRASIL NO PÓS-GRANDE RECESSÃO: NOVAS EVIDÊNCIAS

A ditadura entregou o governo federal de porteira fechada, nas condições lastimáveis em que estava: um futuro que era cada vez mais passado, um passado que tinha cada vez menos futuro. Mais do que os erros estratégicos em relação às circunstâncias mundiais, o crescimento econômico baixo, a dívida externa e a inflação, a reinstauração de um governo minimamente democrático exigia a superação de desafios que iam bastante além de recuperar o desempenho produtivo. (CALDEIRA, 2017)

O objetivo deste ensaio é avaliar os efeitos macroeconômicos dos fluxos de capitais no Brasil no período posterior à Grande Recessão. A questão fundamental do estudo é integrar os temas discutidos nos dois ensaios anteriores e realizar uma análise sobre o país, apresentando novas evidências empíricas. Nesse contexto, as diferentes abordagens teóricas discutidas até o presente momento servirão como plano de fundo para este capítulo, que será baseado fundamentalmente na compilação dos dados e testes estatísticos que caracterizam o desempenho do país no período em questão, com especial destaque para o setor externo.

4.1 INTRODUÇÃO

Os fatos estilizados apresentados na introdução desta tese estabeleceram que o processo de integração financeira se intensificou ao longo da década de 1980 nas economias desenvolvidas e na década seguinte nos países em desenvolvimento. Foi nesse contexto que Aizenman, Jinjark e Park (2013) consideraram o período 1990-2010 como a “Era da Integração Financeira”. Entretanto, é provável que naquele momento os autores não estivessem completamente cientes dos efeitos que as políticas monetárias não convencionais empregadas pelos países centrais no pós-crise teriam sobre os mercados emergentes, em especial a partir de 2010¹²².

A expansão monetária promovida pela flexibilização quantitativa – *quantitative easing* – associada às taxas de juros próximas a zero nas economias avançadas fez com que grandes volumes de capitais fossem direcionados para os países em desenvolvimento em busca de retornos mais expressivos. A elevação significativa na liquidez internacional resgatou uma antiga preocupação dos formuladores de políticas, relacionada basicamente com o uso de barreiras capazes de conter tais fluxos ou formas alternativas de mitigar os seus efeitos. Por

¹²² Conforme estabelecido ao longo do presente trabalho, as consequências da Grande Recessão foram tão profundas e significativas que o próprio consenso macroeconômico da época passou a ser repensado (BLANCHARD et al. (2012, 2014, 2016))

essa razão, o debate sobre o uso de controles de capitais e políticas macroprudenciais voltou a tona, o que pode ser verificado em Ostry et al. (2010, 2012), Korinek (2011), Magud et al. (2011), Rey (2013) e IMF (2012).

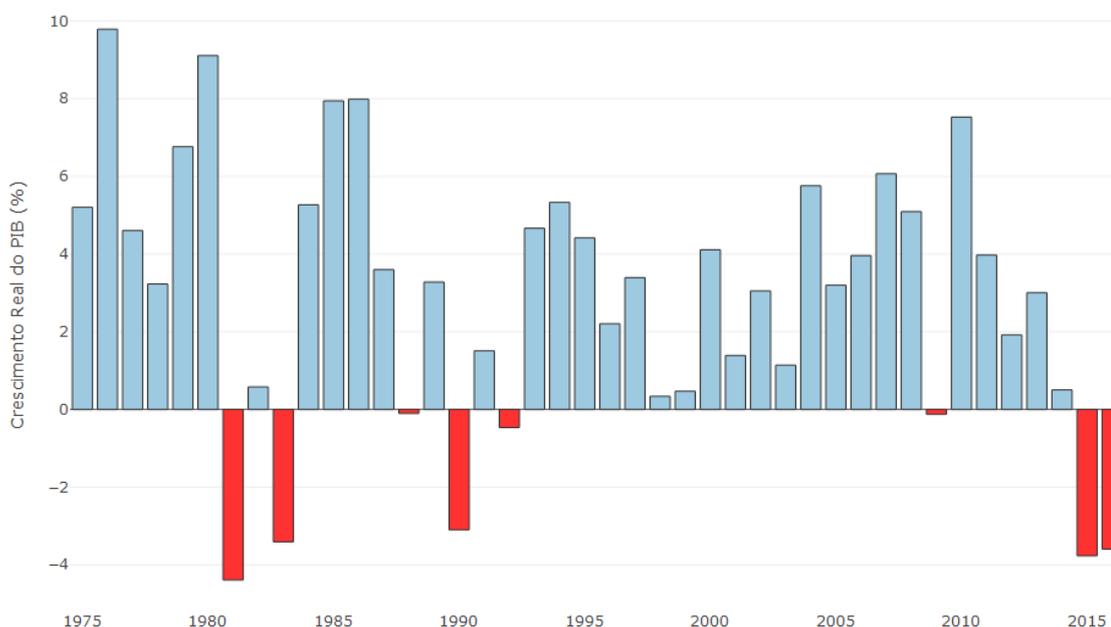
A inquietação com a expansão dos fluxos internacionais de capitais foi especialmente marcante para o Brasil ao ponto de, em 2012, o então Ministro da Fazenda Guido Mantega ter cunhado o termo “Guerra Cambial” para descrever o fenômeno, enquanto a então Presidente da República Dilma Rousseff teria se referido ao mesmo como um “Tsunami Monetário”. Assim, o país ocupou um papel de protagonismo nesse novo ambiente devido ao uso de numerosos instrumentos que buscavam controlar esses movimentos de capitais. O caso se tornou tema de numerosos estudos, tal como posto em Jinjarak, Noy e Zheng (2013), Baumann e Gallagher (2015), Chamon e Garcia (2016) e Chamon, Garcia e Souza (2017). As evidências obtidas pelos autores, contudo, não foram capazes de comprovar a eficácia duradoura dessas medidas de controle, apesar de terem constatado algum impacto significativo de curto prazo¹²³.

Apesar da preocupação com o cenário externo relatado anteriormente, o desempenho da economia brasileira em termos de crescimento do produto no pós-crise não pode ser considerado satisfatório. Mesmo que inicialmente tenha mostrado um desempenho excelente com uma retomada significativa já em 2010, a evolução do produto foi perdendo intensidade ao longo dos anos subsequentes até desencadear em uma das mais severas crises econômicas da história recente do país.

O Gráfico 4.1 apresenta a taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) Real do Brasil ao longo do período 1975 a 2016. Observa-se que o impacto negativo da Grande Recessão em 2009 foi pouco expressivo¹²⁴ e que a retomada foi bastante intensa no ano seguinte, alcançando uma taxa de expansão do PIB Real superior a 7,5%. Entretanto, o comportamento para a sequência do período pós-crise, devidamente evidenciado no gráfico, foi marcado por um desempenho expressivamente baixo, em especial o período de dois anos consecutivos de depressão em 2015 e 2016, uma situação sem precedentes na história recente do país.

¹²³ Adicionalmente, conforme discutido no capítulo II desta tese, no longo prazo algumas medidas de controle acabaram produzindo efeito contrário àquele esperado, desestimulando a entrada de capitais de risco e, em compensação, estimulando a entrada dos de curto prazo.

¹²⁴ Esse aspecto é bastante significativo, especialmente quando comparado com outras situações de tensão externa, como o período de 1981 a 1983, por exemplo.

Gráfico 4.1 – Crescimento do PIB Real anual do Brasil de 1975 a 2016.

Fonte: World Bank (2018)

Uma sucessão de eventos permite considerar a hipótese de que tal desempenho tenha sido consequência de respostas equivocadas dos formuladores de políticas diante dos já mencionados questionamentos impostos pelo novo ambiente de excessiva liquidez internacional. Contudo, com o objetivo de estabelecer esse paralelo, nos tópicos seguintes serão apresentados fatos estilizados sobre o Brasil e sobre os mercados emergentes, com especial ênfase para as respectivas contas externas. Esse exercício fará com que seja possível estabelecer um comparativo do país com seus pares, com o objetivo de realizar uma análise do seu desempenho no período e fundamentar a hipótese de pesquisa.

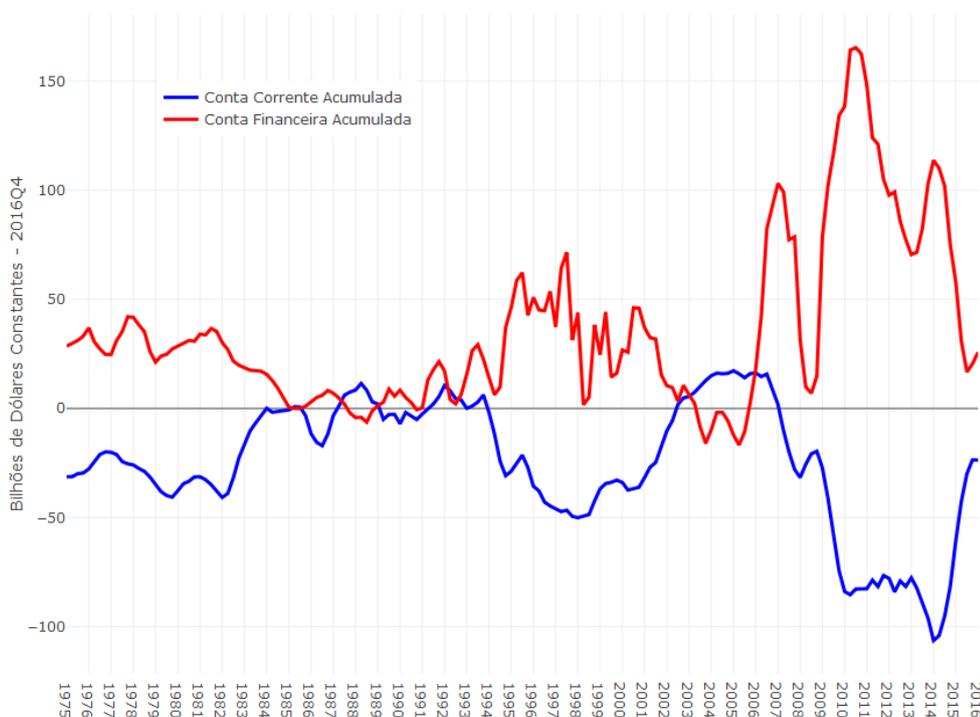
4.1.1 Fatos Estilizados – Brasil

Este tópico tem por objetivo estabelecer algumas regularidades empíricas presentes no comportamento das contas externas do Brasil ao longo das últimas décadas, o que servirá não apenas para motivar, mas também para justificar o estudo realizado neste capítulo. Busca-se com isso apresentar uma visão geral e integrada do período de análise, com ênfase para a análise dos anos posteriores a Grande Recessão. Adicionalmente, pretende-se caracterizar de forma apropriada o comportamento das variáveis ao longo do tempo, oferecendo a possibilidade de uma comparação intertemporal.

Fato #1 – O resultado da Conta Corrente do Brasil é historicamente deficitário e o déficit aumentou significativamente do período recente de grande liquidez internacional.

O período marcado pelas políticas monetárias expansionistas no pós-crise possibilitou que as economias emergentes, entre elas a brasileira, tivessem numerosas oportunidades para financiar e sustentar significativos déficits em conta corrente. O Gráfico 4.2 apresenta o resultado das contas corrente e financeira – essa última descontada dos fluxos de reserva – acumulado em quatro trimestres para o Brasil de 1975 a 2016 em bilhões de dólares constantes¹²⁵.

Gráfico 4.2 – Contas Corrente e Financeira do Balanço de Pagamentos do Brasil no período 1975 a 2016 – acumulado em quatro trimestres.



Fonte: IMF (2018).

A análise dos dados em questão permite verificar que o país apresentou ao longo da série resultados sucessivamente deficitários na sua conta corrente, o que, de certa forma, é compatível com a necessidade de apropriação de poupança externa para financiar o

¹²⁵ Para que a informação não seja redundante, tornando a leitura cansativa, é relevante destacar que todos os valores apresentados nos fatos estilizados sobre o Brasil utilizam dólares constantes do último trimestre de 2016, ou seja, são devidamente inflacionados pelo *Consumer Price Index* (CPI) da economia norte americana.

investimento doméstico¹²⁶ – algo característico de economias em desenvolvimento. Os dados também indicaram que o ciclo de crescimento da década de 1970¹²⁷ foi financiado com endividamento externo, caracterizado pelos expressivos déficits observados até meados de 1982. Entretanto, o acesso ao mercado financeiro internacional claramente se mostrou mais restrito entre o início de 1984 até o ano de 1994. Diante da impossibilidade de obter financiamento estrangeiro por conta do processo que ficou denominado como Crise da Dívida Externa, ao longo do referido período o país intercalava situações de equilíbrio com pequenos déficits e superávits em sua conta corrente.

Entretanto, essa dinâmica se alterou significativamente a partir da metade de 1994 com a implementação do plano de estabilização da economia – o Plano Real. A renegociação do passivo externo permitiu que, a partir daquele ano até 2002, o país sustentasse déficits permanentes em sua conta corrente, financiados em parte com capital privado, em parte com a redução das reservas. Já os anos que compreendem a segunda metade de 2002 até o final de 2007 foram marcados por uma série de superávits em transações correntes, fundamentalmente graças à melhora nos termos de troca. Contudo, com a aproximação da grande recessão de 2007-08, os superávits foram rapidamente revertidos, desencadeando em um longo período de déficits significativos, que em 2014 alcançaram o pico de mais de US\$ 100 bilhões constantes. Como seria de se esperar, com o início da Grande Depressão Brasileira de 2015-16, esse processo foi quase completamente revertido.

Fato #2 – Apesar de não ter havido mudança significativa na abertura ao comércio exterior, o país apresentou aumento significativo no déficit da balança comercial no período pós-crise.

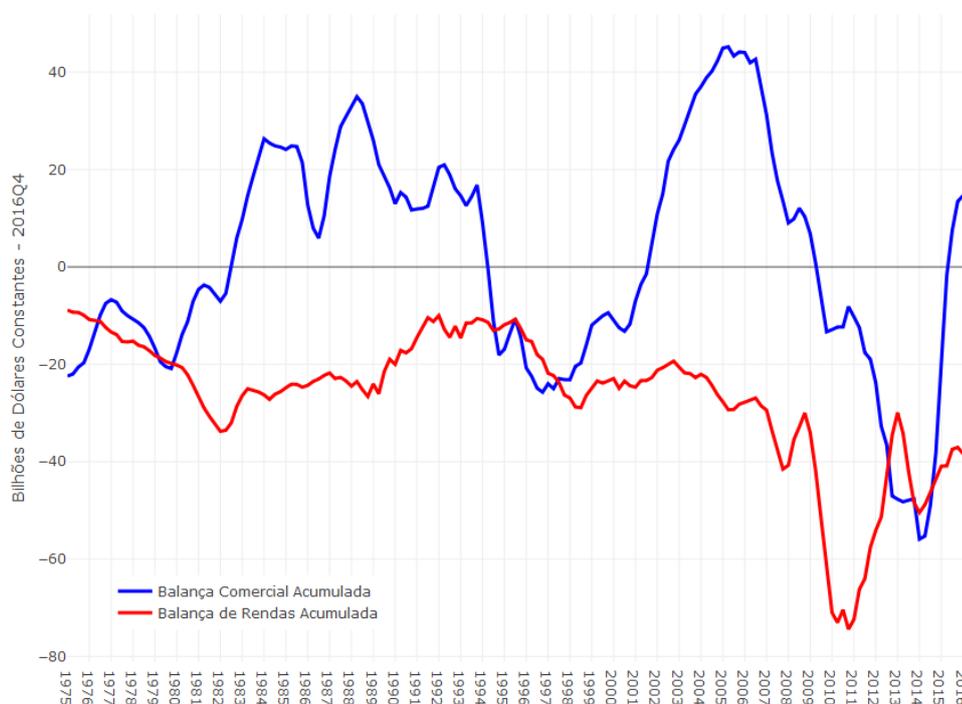
Para esclarecer e compreender de maneira satisfatória a dinâmica do comportamento da conta corrente brasileira é necessário analisar os subgrupos que a compõe. O Gráfico 4.3 apresenta o resultado das balanças comercial e de rendas acumuladas em quatro trimestres medidas em dólares constantes de 1975 a 2016. Por meio da avaliação do comportamento das respectivas séries ao longo do período, pode-se constatar que o resultado da conta corrente do Brasil tem sido determinado, em linhas gerais, pelo resultado da balança comercial, visto que a balança de rendas é historicamente deficitária.

¹²⁶ Cabe destacar que o resultado da conta corrente nada mais é que a diferença entre a poupança doméstica e o investimento. Dessa forma, um país poderá (i) elevar o investimento sem aumentar a poupança doméstica, apropriando-se de poupança externa ou (ii) elevar o nível de consumo – ou seja, consumindo a poupança doméstica – mantendo constante o investimento por meio da apropriação de poupança externa.

¹²⁷ O Gráfico 4.1 corrobora esse informação e na sequência do capítulo será possível verificar que no período o país se destacou inclusive entre os emergentes quando considerado o referido indicador.

Analisando detalhadamente, observou-se que os déficits nas contas externas antes de 1982 decorreram simultaneamente de resultados negativos em ambos os indicadores. Conforme destacado anteriormente, tal condição foi sustentada pelo elevado endividamento externo que caracterizou o período. Quanto o período de equilíbrio da conta corrente a partir do início da década de 1980 e finalizado com os planos de estabilização, constatou-se que os mesmos foram determinados fundamentalmente pelo resultado comercial que, claramente superavitário, compensou o déficit na Balança de Rendas.

Gráfico 4.3 – Balanças Comercial e de Rendas do Balanço de Pagamentos do Brasil no período 1975 a 2016 – acumulado em quatro trimestres.



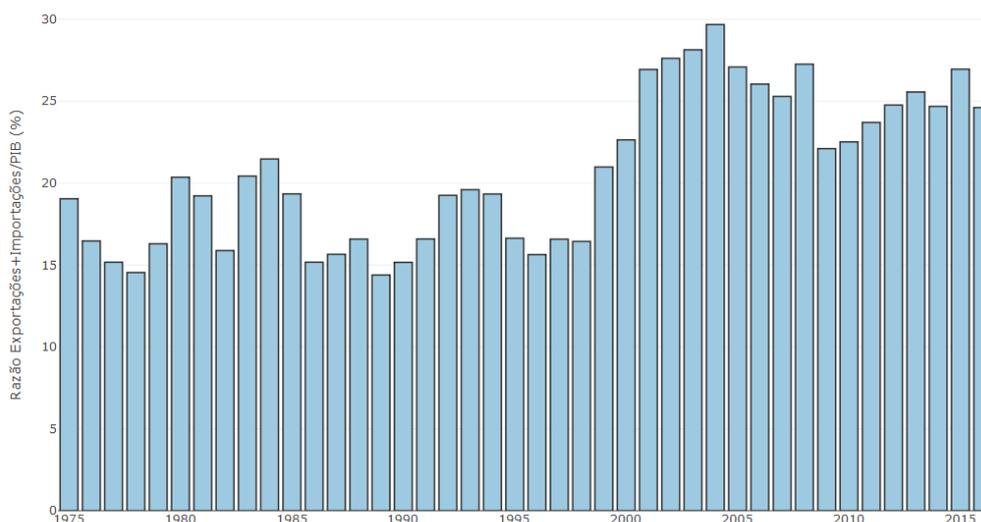
Fonte: IMF (2018)

Entretanto, tanto o déficit na conta corrente a partir de 1994 até meados de 2002 quanto os superávits desse último ano até 2007 foram influenciados claramente pelo desempenho da balança comercial, visto que a mesma se manteve superavitária até o final de 2009 enquanto a balança de rendas se manteve, como destacado anteriormente, sua trajetória deficitária. Entretanto, essa dinâmica mudou significativamente após a Grande Recessão, de maneira que, depois desse evento, parte significativa do déficit das transações correntes passou a ser gerada, inclusive, pelo aumento expressivo do resultado negativo da balança de

rendas¹²⁸. Especificamente, a partir de meados de 2012, esse processo foi intensificado pelo acúmulo sucessivo e crescente de déficits na balança comercial, o que foi revertido apenas com a chegada da Grande Depressão Brasileira de 2015-16.

Para compreender de maneira mais adequada a dinâmica da conta corrente brasileira, o Gráfico 4.4 apresenta a abertura comercial medida pela soma das exportações e importações anuais como percentual do PIB brasileiro no período 1975 a 2016 em dólares correntes. Pode-se verificar que o referido indicador se manteve praticamente estável do início da série até o ano de 1998, oscilando entre 15% a 20% do PIB, sem uma tendência clara. Dessa forma, constatou-se que tanto os déficits quanto os superávits obtidos na conta corrente e na balança comercial ao longo desse período não foram resultado de uma mudança significativa nesse componente.

Gráfico 4.4– Abertura Comercial como percentual do PIB entre 1975 a 2016.



Fonte: IMF (2018) e World Bank (2018).

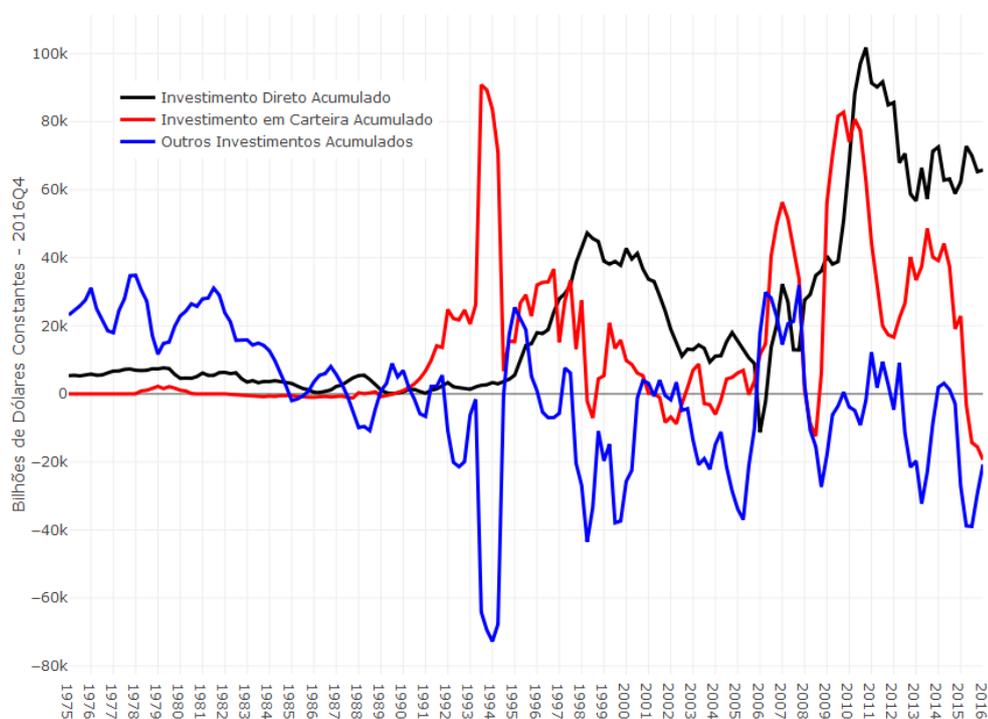
Entretanto, observou-se entre 1999 e 2000 um crescimento significativo na abertura comercial, caracterizado inclusive por uma elevação no seu patamar, algo que se manteve dessa forma até a Grande Recessão. De um modo geral, esse processo precedeu o período de sucessivos superávits comerciais, o que leva a crer que a maior abertura possa ter sido um fator relevante para a melhora nas contas externa do país. Contudo, essa tendência foi enfraquecida a partir de 2009, quando a perspectiva de aumento na abertura comercial foi arrefecida e, ao mesmo tempo, o país voltou a operar com déficits comerciais crescentes.

¹²⁸ Tal fenômeno pode ser explicado pela necessidade das empresas transnacionais no Brasil terem de enviar remessas cada vez mais elevadas de recursos visando recompor o caixa de suas matrizes no exterior.

Fato #3 – O aumento significativo do déficit em conta corrente no período pós Grande Recessão foi basicamente financiado por Investimento Direto e em Carteira.

Os sucessivos déficits na conta corrente do Brasil precisaram ser, necessariamente, financiados pela apropriação de poupança externa, que em relação às finanças internacionais correspondem a “resultados positivos” na conta financeira¹²⁹. O Gráfico 4.5 apresenta os componentes da conta financeira do Balanço de Pagamento do Brasil no período 1975 a 2016 em valores acumulados em quatro trimestres em dólares constantes.

Gráfico 4.5 – Componentes da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos do Brasil no período 1975 a 2016 – acumulado em quatro trimestres.



Fonte: IMF (2018)

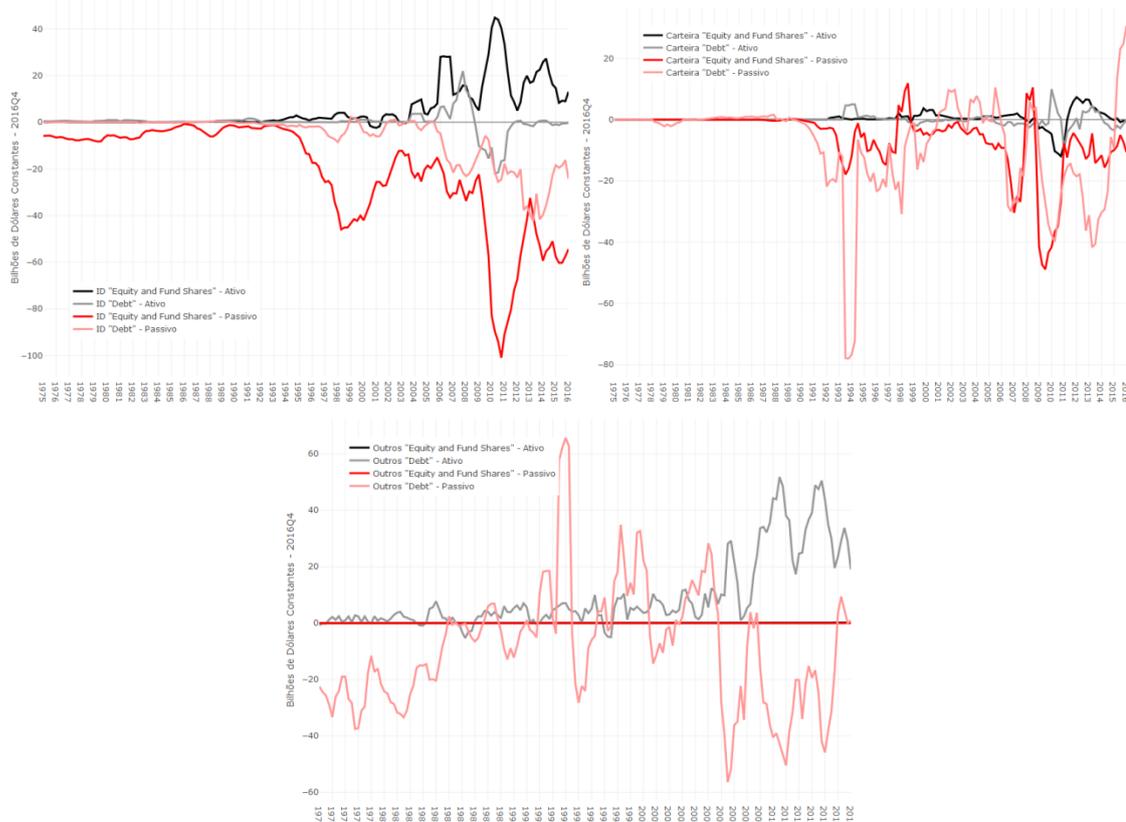
Os valores apresentados indicaram que os déficits da década de 1970 foram majoritariamente financiados por Outros Investimentos, caracterizados por serem fluxos de curto prazo. Por sua vez, o perfil do financiamento externo mudou significativamente a partir

¹²⁹ Na realidade, um aumento do passivo externo líquido deve ser contabilizado com resultado negativo na perspectiva doméstica. Entretanto, para facilitar a compreensão do fenômeno, usa o déficit na conta financeira com valores positivos, indicando que a contrapartida corresponde ao déficit na conta corrente expressa com valores negativos.

da estabilização, de modo que o resultado negativo da relação do país com o exterior passou a ser financiado fundamentalmente por Investimento Direto. Entretanto, observa-se claramente que o Investimento em Carteira também passa a desempenhar um papel de destaque, apesar de ter se mostrado significativamente mais volátil.

Para analisar detalhadamente os componentes da conta financeira do balanço de pagamentos do Brasil, o Gráfico 4.6 apresentou o resultado dos ativos e passivos externos brutos acumulados ao longo do período. Considerando o período recente, observou-se que, a partir da estabilização, o país passou a priorizar o financiamento externo via Investimento Direto, principalmente por meio de ações e participação em fundos, mas também, especialmente a partir da segunda metade da década de 2000, por meio de Empréstimos Intercompanhias. Nesse período é possível observar também um aumento do Investimento Direto do Brasil no exterior, algo característico do aumento da integração financeira discutida na introdução desta tese.

Gráfico 4.6 – Componentes da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos do Brasil no período 1975 a 2016 – acumulado em quatro trimestres.



Fonte: IMF (2018).

O financiamento externo via Investimento em Carteira correspondeu a um volume significativo no período imediatamente anterior aos planos de estabilização e também na segunda metade da década de 2000. Já os Outros Investimentos, em especial os instrumentos de dívida, foram relevantes para financiar o déficit externo ao longo da década de 1970, mas menos relevantes do período posterior à estabilização. Entretanto, tais fluxos também atingiram valores expressivos a partir da segunda metade da década de 2000, quando se constatou um crescente volume de ativos de dívida.

Por fim, essa breve análise não permite que seja discorrida qualquer conclusão preliminar com relação ao desempenho do país no período, exceto que o mesmo apresentou um aumento significativo em sua integração financeira nos anos recentes. Entretanto, o exercício pode ser considerado válido no sentido de viabilizar a análise do comportamento das respectivas variáveis ao longo tempo. Assim, para que seja possível obter algum grau de comparação com relação ao comportamento do país frente aos seus pares, a seguir serão apresentados fatos estilizados para os mercados emergentes. Esse exercício que servirá de fundamentação para a análise empírica que será realizada a seguir.

4.1.2 Fatos Estilizados – Mercados Emergentes¹³⁰

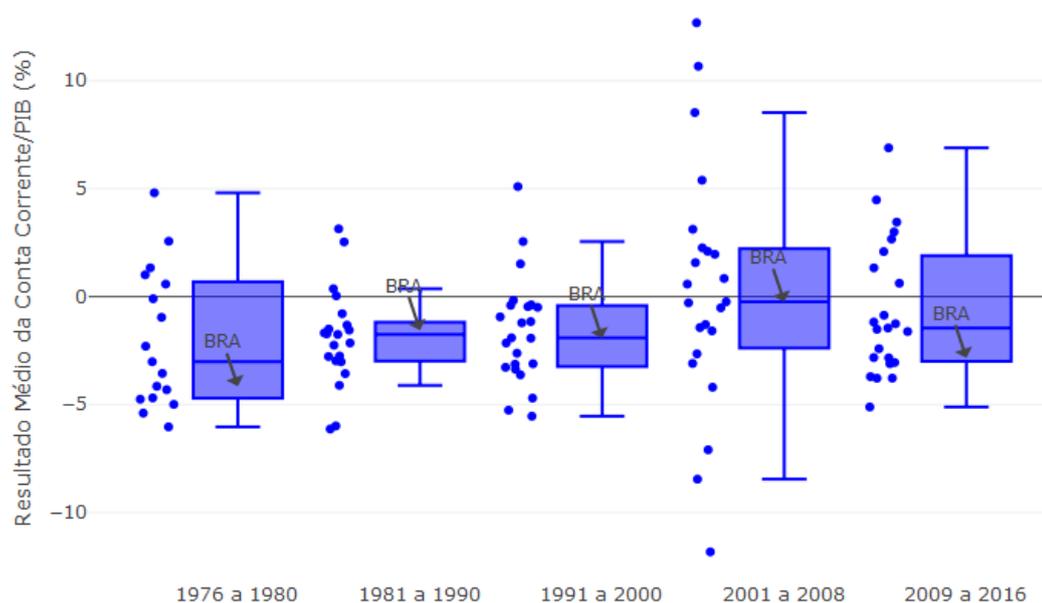
Este tópico tem por objetivo estabelecer algumas regularidades empíricas presentes no comportamento das contas externas das economias emergentes das últimas décadas, permitindo estabelecer uma base para comparação com o desempenho brasileiro no mesmo período. Inicialmente, o Gráfico 4.7 apresenta o diagrama de caixas¹³¹ contendo o resultado médio anual da Conta Corrente como proporção do PIB das economias emergentes para o período 1976 até 2016, ambos em valores correntes¹³².

¹³⁰ Conforme definição utilizada ao longo do presente trabalho, os mercados emergentes correspondem aos 23 países a seguir: África do Sul, Argentina, Bangladesh, Brasil, Bulgária, Chile, China, Colômbia, Filipinas, Hungria, Índia, Indonésia, Malásia, México, Paquistão, Peru, Polônia, Romênia, Rússia, Tailândia, Turquia, Ucrânia e Venezuela.

¹³¹ O diagrama de caixas representa os dados em quartis, de modo que os espaços entre as diferentes “caixas” expressam o grau de dispersão dos dados. De um modo geral, o gráfico identifica onde estão localizados 25% dos valores mais baixos na base, os 25% dos valores mais altos na parte superior, de modo que o 50% restante da amostra, ou seja, o segundo e terceiro quartis, são representados dentro da caixa, divididos pela mediana da distribuição. Valores extremos (ou *outliers*) podem ser representados como pontos isolados. A seta indica a posição do Brasil na distribuição e os pontos indicam cada país que compõe a amostra.

¹³² O objetivo do exercício era utilizar a média de cada 10 anos para cada variável até a Grande Recessão, contudo, devido à indisponibilidade de dados, foram utilizadas as médias do período 1976 a 1980, 1981 a 1990, 1991 a 2000, 2001 até a crise em 2008, e por fim, o período pós-crise de 2009 a 2016.

Gráfico 4.7 – Resultado médio da Conta Corrente como Proporção do PIB das Economias Emergentes, períodos de 1976 a 2016.

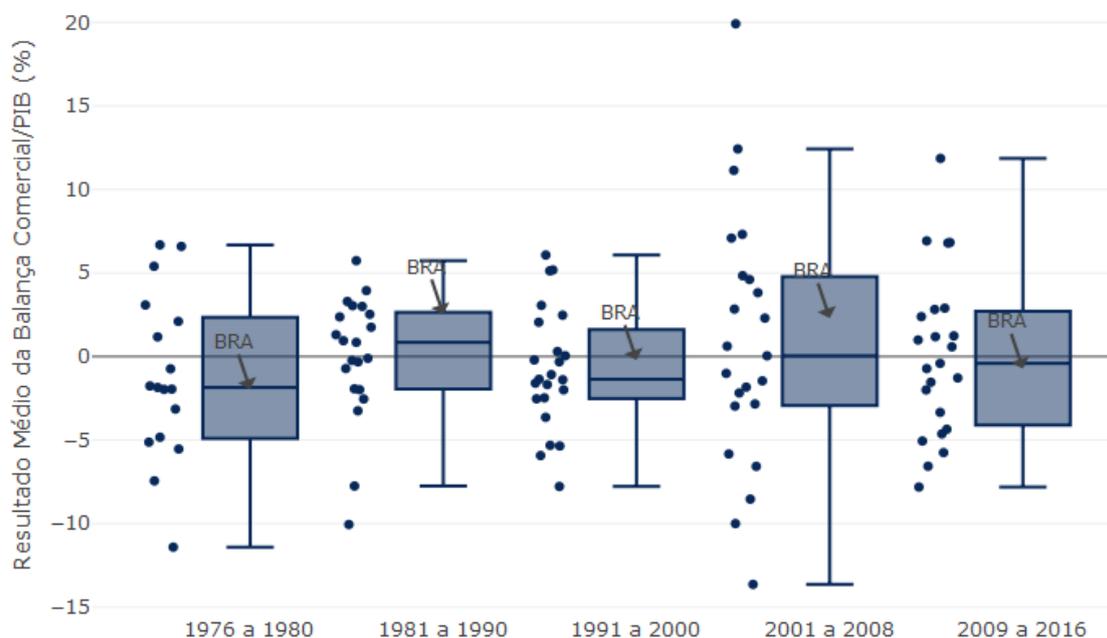


Fonte: IMF (2018) e World Bank (2018).

O comportamento dos dados relativos permite constatar que o Brasil produziu déficits em conta corrente superiores à mediana dos mercados emergentes apenas nos períodos 1976 a 1980 e no pós-crise, de 2009 a 2016. Enquanto, o primeiro deles antecedeu uma etapa conturbada da economia do país, conhecido como a crise da dívida da década de 1980, o segundo precedeu a Grande Depressão Brasileira de 2015-2016¹³³. De um modo geral, pode-se concluir preliminarmente que o desequilíbrio constituiu um fator determinante para o baixo desempenho econômico demonstrado e, além disso, pode ter estado, de alguma forma, associado às recessões observadas no período.

¹³³ Cabe destacar que a crise em questão reverteu a trajetória de crescimento do déficit em conta corrente do Brasil, de modo que, se ambos os anos fossem desconsiderados, a resultado negativo da referida conta seria ainda mais significativo.

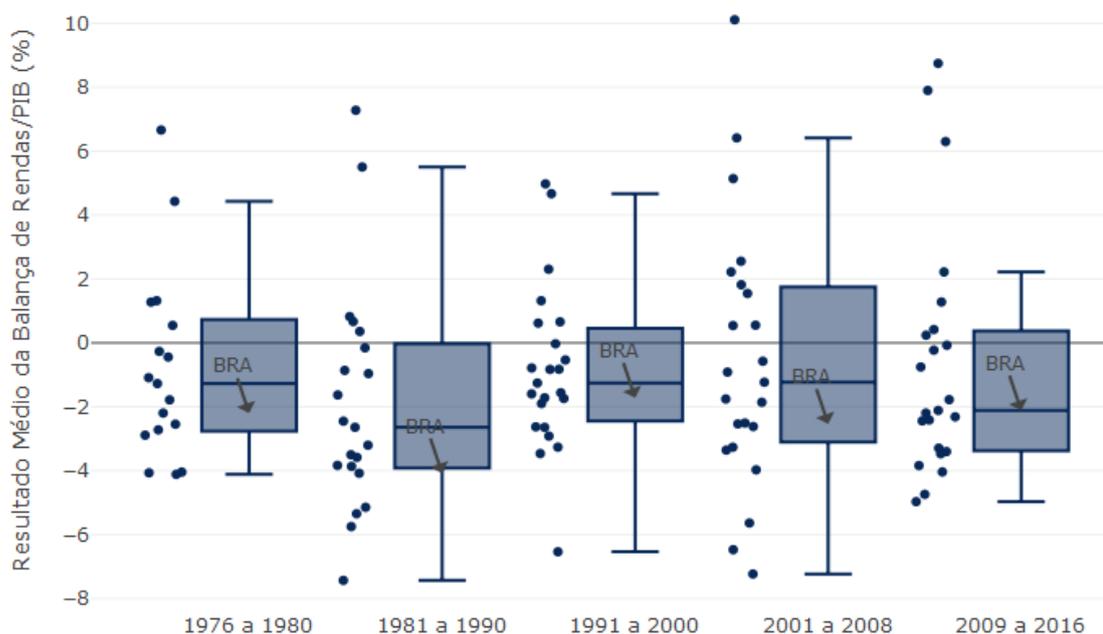
Gráfico 4.8 – Resultado médio da Balança Comercial como Proporção do PIB nas Economias Emergentes, períodos de 1976 a 2016.



Fonte: IMF (2018) e World Bank (2018).

A sequência da análise dos dados relativos para os mercados emergentes evidencia, no Gráfico 4.8, o diagrama de caixas com o resultado médio da Balança Comercial como proporção do PIB corrente para período 1976 a 2016. Observa-se que o Brasil apresentou resultado médio superior à mediana dos demais países emergentes entre 1981 e 2008, mas esteve muito próximo da mediana na segunda metade da década de 1970 e no período pós-crise, ou seja, abaixo do seu padrão em relação aos demais. Apesar de não ser possível sugerir a existência de alguma relação causal entre o desempenho da referida variável e o crescimento menos significativos do país nos períodos de recessão, é necessário destacar que ambos desequilíbrios precederam eventos de significativa contração do produto na Brasil.

Gráfico 4.9 – Resultado médio da Balança de Renda como Proporção do PIB nas Economias Emergentes, períodos de 1976 a 2016.



Fonte: IMF (2018) e World Bank (2018).

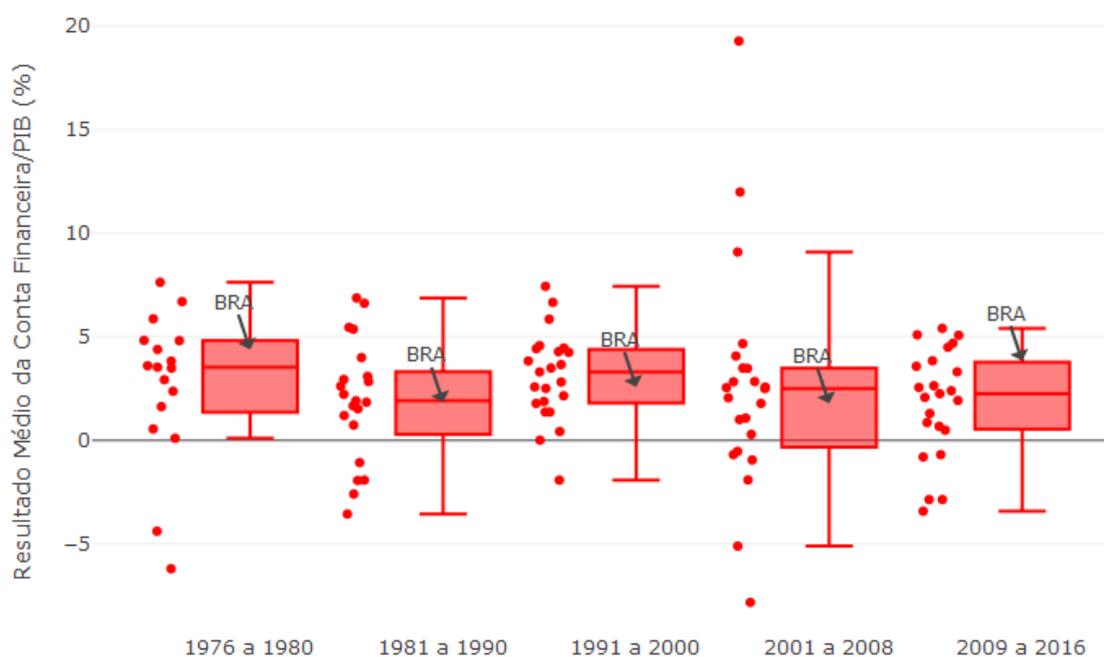
O Gráfico 4.9 apresenta o resultado médio da Balança de Rendas como proporção do PIB corrente para o período composto pelos anos de 1976 a 2016. Antes de qualquer consideração, cabe destacar que foi verificado na análise isolada da respectiva conta para o Brasil que no período pós Grande Recessão o país acumulou um resultado deficitário maior do que aquele evidenciado ao longo da série histórica. Entretanto, a análise comparativa esclarece que o país esteve entre os menos impactados pela saída de rendas das economias emergentes, estando exatamente na mediana da amostra.

Esse comportamento indicou que, quando comparado aos seus pares emergentes, o aumento do déficit em conta corrente do Brasil no pós- crise não pode ser atribuído exclusivamente ao saldo da Balança de Rendas. Dado que o país se mantém na mediana da distribuição no período, pode-se considerar que o resultado se deu por conta do déficit na Balança Comercial. Comparativamente, no restante do período analisado, o país sempre se esteve abaixo da mediana dos mercados emergentes, o que corrobora o dado isolado de regularidade nos déficits da referida conta.

Por outro lado, o resultado médio da conta financeira como proporção do PIB nas economias emergentes para o período 1976 a 2016 foi evidenciado no Gráfico 4.10. Observou-se que, comparativamente aos demais emergentes, o Brasil aumentou

significativamente a necessidade de apropriação de poupança externar no período pós crise, destoando dos resultados apresentados entre 1981 e 2008 e superando inclusive o montante obtido na segunda metade da década de 1970. Esse comportamento era claramente esperado, dado que o resultado da conta financeira tende a ser equivalente ao resultado da conta corrente, conforme analisado anteriormente.

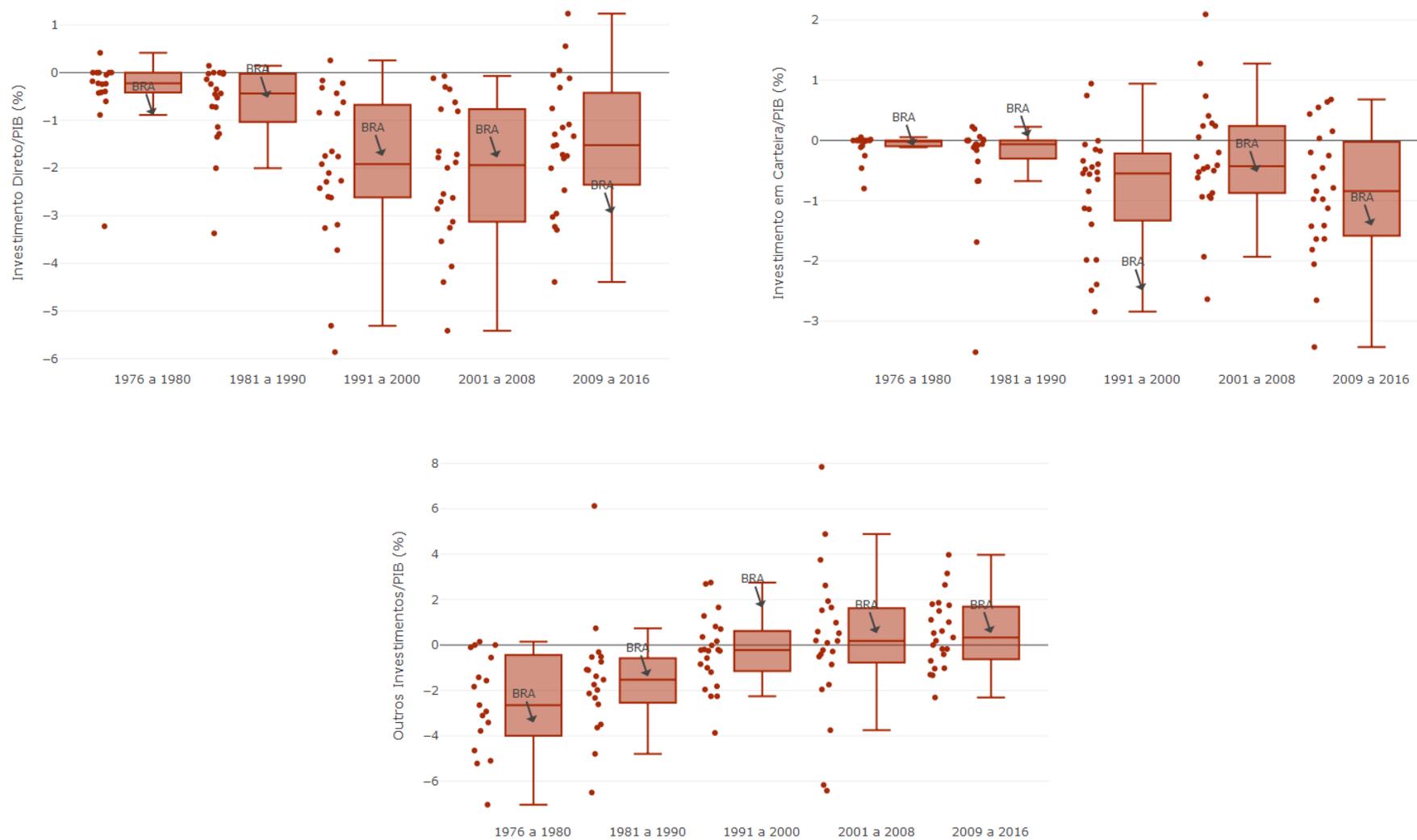
Gráfico 4.10 – Resultado médio da Conta Financeira como Proporção do PIB das Economias Emergentes, períodos de 1976 a 2016.



Fonte: IMF (2018) e World Bank (2018).

A análise dos componentes da conta financeira como proporção do PIB nas economias emergentes para o período 1976 a 2016, descrito no Gráfico 4.11, indicou que o Brasil financiou o crescente déficit em conta corrente majoritariamente por meio de Investimento Direto. Dessa forma, destoou significativamente em relação ao seu histórico, com exceção da segunda metade da década de 1970, e em comparação com seus pares emergente. O Investimento em Carteira do Brasil também cresceu significativamente a partir de 1991, ao ponto que o desempenho relativo no período citado ficou abaixo da mediana da amostra.

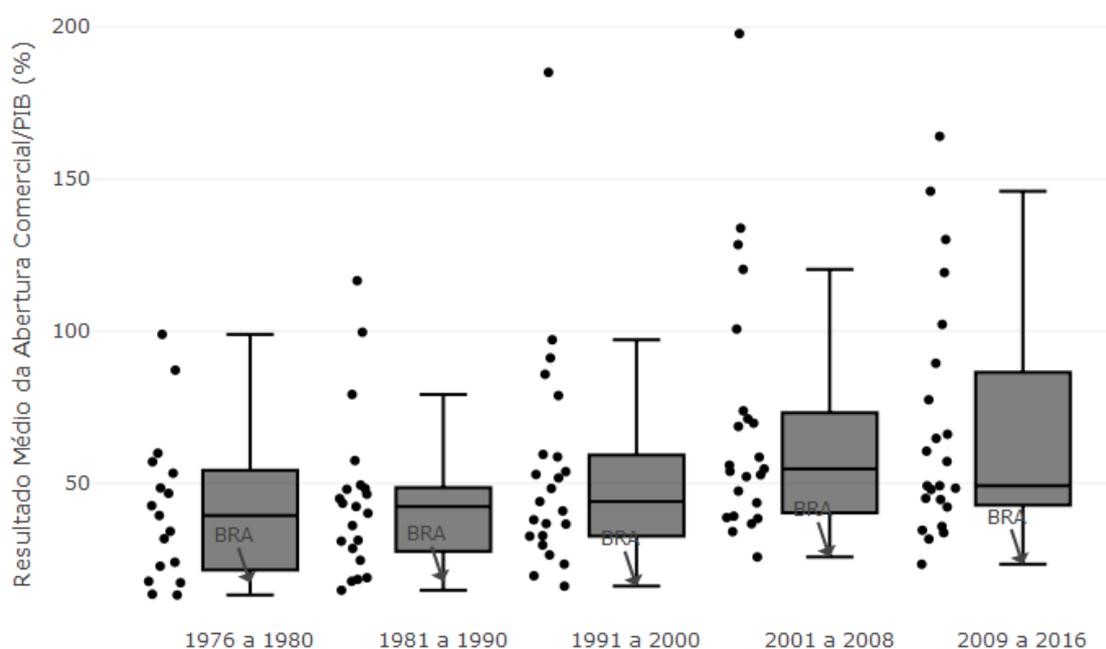
Gráfico 4.11 – Resultado médio dos Componentes da Conta Financeira como Proporção do PIB nas Economias Emergentes, 1976 a 2016.



Fonte: IMF (2018) e World Bank (2018).

Por sua vez, Outros Investimentos apresentaram uma relação inversa ao comportamento dos demais fluxos de capitais. Apesar ter sido a principal fonte de financiamento externo no período 1976 a 1990, a conta em questão passou a apresentar comportamento superavitário a partir de 1991. De modo geral, esse aspecto indica que o país passou a financiar seus déficits externos majoritariamente com capitais de risco, passando a depender cada vez menos dos fluxos de curto prazo.

Gráfico 4.12 – Resultado médio da Abertura Comercial das Economias Emergentes, períodos de 1976 a 2016.

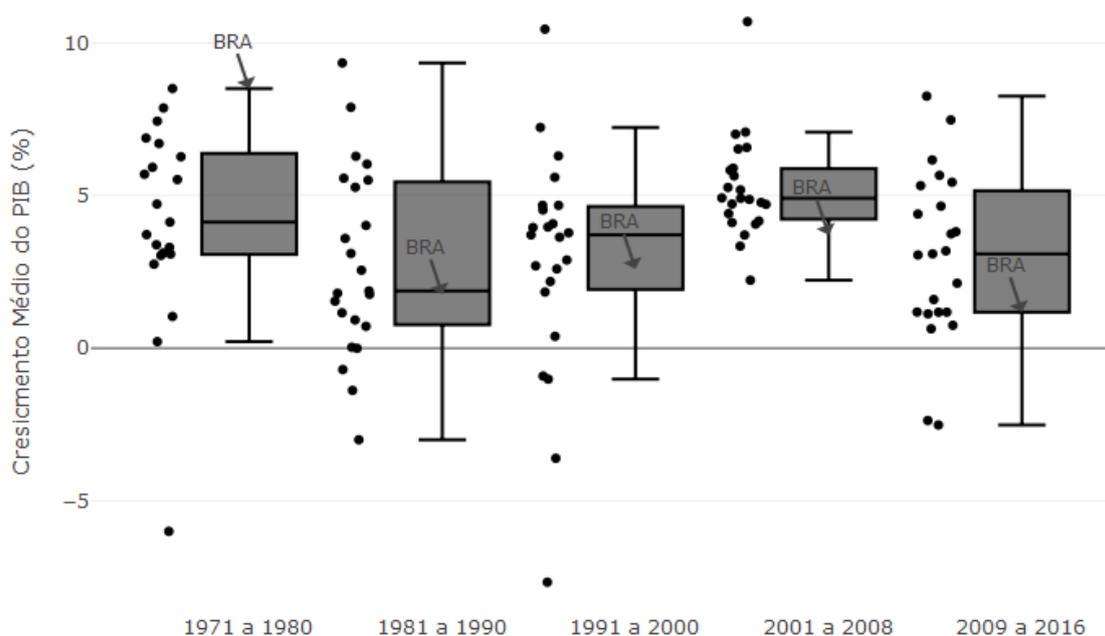


Fonte: IMF (2018) e World Bank (2018).

O Gráfico 4.12 apresentou o resultado médio da abertura comercial das economias emergentes. A consideração mais expressiva que pode ser obtida por meio da análise dos dados foi que o Brasil tem sido o país mais fechado comercialmente entre todos os mercados emergentes desde o período 1991 a 2000. Dado que essa variável não sofreu alteração ao longo das últimas décadas, evidenciou-se ser bastante remota a possibilidade de atribuir a ela um eventual impacto negativo sobre o desempenho econômico pouco expressivo apresentado no pós-crise.

Por fim, buscou-se na última análise evidenciar o desempenho relativo da economia brasileira em termos de crescimento do produto, o que foi apresentado no Gráfico 4.13. Devido à disponibilidade de dados, foi possível computar as taxas médias anuais de crescimento das economias emergentes durante toda a década de 1970, período no qual o Brasil ocupou papel de destaque entre todos os emergentes. Entretanto, nas décadas subsequentes, o indicador manteve-se invariavelmente igual ou inferior à mediana do grupo, indicando que o país não ocupou papel de destaque relativo em termos de crescimento.

Gráfico 4.13 – Resultado médio da Taxa de Crescimento do PIB Real das Economias Emergentes, períodos de 1976 a 2016.



Fonte: IMF (2018) e World Bank (2018).

A análise do período pré-crise, de 2001 a 2008, indicou taxas de crescimento uniformemente elevadas entre todos os emergentes, evidenciando uma pequena variabilidade nos dados. Apesar disso, o Brasil esteve localizado no primeiro quartil de crescimento, ou seja, entre os países que menos cresceram, mesmo alcançando uma taxa média próxima a 5% ao ano. Por outro lado, no período pós-crise, apesar de o país ter tido uma queda acentuada no ritmo de crescimento, houve uma melhora relativa com relação ao período anterior, dado que o seu desempenho médio inaugurou o segundo quartil da amostra. Por sua vez, o aumento da dispersão de um período para o outro não indica a existência de uma tendência generalizada

de queda ou recessão, o que descarta a hipótese de continuidade de uma crise mundial ao durante o período¹³⁴.

4.1.3 Conclusões Preliminares e Construção da Hipótese de Pesquisa

Portanto, os fatos estilizados apresentados até então permitem que sejam discorridas algumas conclusões preliminares sobre o desempenho do Brasil ao longo do tempo e comparativamente aos demais mercados emergentes. Em primeiro lugar, observou-se que no período posterior à Grande Recessão o país acumulou sucessivos e significativos déficits em sua conta corrente, elevados inclusive quando comparado àqueles apresentados por seus pares. Com base nos dados, pode-se concluir preliminarmente que esse comportamento não decorreu exclusivamente do resultado da Balança de Rendas, pois mesmo essa variável, que é historicamente deficitária, apresentou resultado médio favorável quando comparado ao desempenho dos demais emergentes no mesmo período.

Adicionalmente, apesar de não ter havido no Brasil uma mudança significativa na abertura para o comércio internacional, em especial quando comparado aos demais emergentes, o resultado da Balança Comercial do país apresentou uma alteração considerável após a crise internacional, com o aprofundamento dos déficits. Pode-se concluir preliminarmente que o déficit da conta corrente decorreu fundamentalmente do resultado comercial negativo, influenciado principalmente pelo aumento nas importações e pela queda nas exportações brasileiras. Por fim, constatou-se que o déficit de transações correntes foi financiado fundamentalmente por capitais privados e de risco, em especial, por Investimento Direto no país, e que o país foi um dos principais destinos desse fluxo de capital entre os emergentes.

Assim, a análise dos dados e as conclusões preliminares permitem construir a hipótese de pesquisa que será testada nos tópicos a seguir. Considera-se que a excessiva dependência de poupança externa possa ter causado um desequilíbrio significativo na economia brasileira com relação ao resto do mundo, produzindo uma espécie de bolha de consumo exemplificada por Reinhard e Rogoff (2009) e descrita na introdução desse trabalho. De acordo com os fatos estilizados, não houve um comportamento semelhante entre os demais mercados emergentes, o que justifica o pressuposto de que os fatores que causaram tal desequilíbrio foram

¹³⁴ Na realidade, os únicos países que experimentaram taxas médias de crescimento negativo no período pós Grande Recessão foram Ucrânia, em virtude principalmente das guerras civil e com a Rússia em virtude de disputas pela Criméia, e Venezuela, em período de elevadíssima instabilidade interna.

produzidos internamente na economia brasileira e a partir da crise internacional de 2007-2008.

Entretanto, tal fenômeno somente foi possível e alcançou tamanha proporção por conta do período de imensa liquidez internacional que caracterizou o pós-crise e que teve origem nas políticas monetárias expansionistas das economias centrais. A farta disponibilidade de capitais estrangeiros postergou a necessidade eminente de um ajuste externo, agravando os desequilíbrios que, ao chegarem no seu limite, desencadearam uma severa crise econômica no Brasil. Portanto, a hipótese de pesquisa é que a Grande Depressão Brasileira de 2015-2016 foi causada fundamentalmente por equívocos na condução da política macroeconômica pós 2009, ocorridos especificamente por conta dos desafios gerados pela crise internacional. Essa hipótese será testada a seguir.

4.2 ESPECIFICAÇÃO DO MODELO, RESULTADOS E DISCUSSÃO

A hipótese de pesquisa fundamentada pelos fatos estilizados foi de que o fraco desempenho do PIB brasileiro no período pós Grande Recessão, bem como a grande crise que assolou o país foram desencadeados por erros na condução da política macroeconômica. Nesse sentido, para que seja possível avaliar esse pressuposto, se faz necessário verificar qual teria sido o desempenho do país caso não tivesse ocorrido os referidos equívocos. Assim, a forma utilizada para realizar esse experimento contrafactual foi o Método de Controle Sintético.

4.2.1 Especificação do Modelo

O Método de Controle Sintético utilizado no presente trabalho foi baseado nos estudos desenvolvidos por Abadie e Gardeazabal (2003) e Abadie, Diamond e Hainmueller (2010 e 2015). Essa ferramenta é empregada para estimar os efeitos de algum tipo de “tratamento” sobre uma unidade de análise, ou seja, avaliar o resultado decorrente de algum tipo de intervenção exógena¹³⁵. Entretanto, dado que o estado sem intervenção não é observado, faz-se necessário um método estatístico que simule como seria a referida unidade sem a intervenção, para que assim seja possível estimar o seu efeito.

¹³⁵ No caso seminal de Abadie, Diamond e Hainmueller (2010), tal intervenção corresponde a uma mudança na legislação referente ao fumo no estado da Califórnia. Contudo, se fosse possível saber como seria a Califórnia sem tal alteração, então o efeito de interesse corresponderia apenas em comparar ambos os estados com e sem a intervenção.

A metodologia se baseia na comparação do chamado grupo de tratamento, ou seja, o grupo que sofreu a intervenção, com o outro grupo que será chamado de sintético ou de controle. Esse último será construído de maneira que seja o mais parecido possível com o grupo de interesse no período imediatamente anterior à intervenção exógena. Basicamente, a ideia consiste em considerar que o desempenho das unidades de tratamento e de controle sintético seja similar no período anterior à intervenção, de modo que as possíveis diferenças ocorridas após o evento em questão representem o efeito resultante da intervenção.

No presente trabalho tais grupos são representados por países e o grupo tratamento é representado apenas pelo Brasil. Por outro lado, o controle sintético será construído por meio de uma combinação de outros países com características semelhantes, nesse caso, constituídos pelos mercados emergentes. Como a Grande Recessão inaugurou uma “Era da Liquidez Internacional”, esse evento foi escolhido como a intervenção de interesse, de modo que os anos anteriores a 2009 estão inseridos como o período pré-tratamento¹³⁶.

Entretanto, é necessário destacar a existência de certa ambiguidade em relação à escolha dos grupos de comparação que, em geral, são selecionados com base em critérios, muitas vezes, subjetivos. Nesse contexto, o método do grupo de controle sintético representa uma ferramenta flexível, no sentido em que há liberdade na definição das unidades que irão compor o grupo sintético. Essas unidades são definidas a partir de informações sobre a variável de interesse e sobre uma série de variáveis econômicas, ou seja, as covariadas, que exercem influência sobre a variável de interesse.

Com base nessas informações, o método define pesos a cada unidade considerada, construindo um grupo cujas características mais se aproximam daquelas da unidade de tratamento no período anterior à intervenção, neste caso o Brasil antes de 2009. Dessa forma, não há qualquer grupo de comparação que possa ser definido arbitrariamente pela escolha do pesquisador, mas sim, a partir dos dados considerados relevantes para a avaliação. Além disso, o método tende a ser transparente, no sentido em que o peso ou contribuição de cada unidade na formação do grupo sintético é conhecido, assim como as similaridades entre grupos de tratamento e controle em termos de desempenho das variáveis consideradas.

A seguir, o método será apresentado formalmente conforme a descrição em Abadie, Diamond e Hainmueller (2010). Suponha que exista $j + 1$ países. Adicionalmente, considere-se que apenas um desses países foi submetido à intervenção de interesse e que essa

¹³⁶ É necessário destacar que a hipótese de pesquisa não é que apenas o Brasil tenha sofrido algum impacto da crise financeira, mas sim, que após esse evento o país cometeu reiterados erros de política macroeconômica, ao contrário dos demais emergentes.

intervenção ocorreu de maneira ininterrupta após um período determinado. Dessa forma, existem infinitas combinações de j países como possíveis controles.

Seja y_{it}^N o resultado que seria observado no país $i = 1, 2, \dots, J + 1$ no período $t = 1, 2, \dots, T$ na ausência de intervenção. Definimos T_0 como o número de períodos anteriores à intervenção, de forma que $1 \leq T_0 \leq T$. Seja y_{it}^T o resultado que seria observado pelo país i no período t se ele fosse submetido à intervenção nos períodos entre $T_0 + 1$ e T . As hipóteses usuais são de que não há efeitos da intervenção no período pré-tratamento, ou seja, para $t \in \{1, 2, \dots, T_0\}$ e $i \in \{1, 2, \dots, J + 1\}$ tem-se $y_{it}^T = y_{it}^N$, e que a intervenção não exerce efeito sobre outras unidades.

Definimos $\alpha_{it} = y_{it}^T - y_{it}^N$ como o efeito da intervenção para o país i no período t . Adicionalmente, estabelece-se que a intervenção foi realizada no país $i = 1$. . Seja D_{it} uma variável binária que assume valor um se o país i foi exposto à intervenção no período t e zero caso contrário. O resultado observado pelo país i no período t , definido como y_{it} , pode ser representado por:

$$y_{it} = y_{it}^N + \alpha_{it}D_{it} \quad (4.1)$$

O objetivo, portanto, é estimar o efeito da intervenção sobre o país de interesse no período posterior ao tratamento. Isto é, pretende-se estimar o vetor $(\alpha_{1T_0+1}, \alpha_{1T_0+2}, \dots, \alpha_T)$. Para $t > T_0$, tal que:

$$\alpha_{1t} = y_{1t}^T - y_{1t}^N = y_{1t} - y_{1t}^N \quad (4.2)$$

Como y_{1t}^T é uma variável observada, para encontrar o efeito de interesse é necessário estimar y_{1t}^N . Supõe-se que y_{1t}^N é dado por um modelo de fatores.

$$y_{1t}^N = \delta_t + \theta_t Z_i + \lambda_t \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (4.3)$$

Tem-se que δ_t denota um fator comum a todos os países, Z_i representa um vetor $(r \times 1)$ de características observadas, θ_t é um vetor $(1 \times r)$ de parâmetros, λ_i é um vetor $(F \times 1)$ de fatores comuns e μ_i um vetor $(1 \times F)$ de cargas fatoriais e, por fim, ε_{it} é um choque aleatório com média zero.

Considera-se um vetor $(J + 1)$ de pesos $W = (w_2, w_3, \dots, w_{J+1})'$ de forma que $w_j \geq 0$ para $j = 2, 3, \dots, J + 1$ e $w_2 + w_3 + \dots + w_{J+1} = 1$. Cada valor particular do vetor W representa um potencial controle sintético. Ou seja, cada vetor W representa uma combinação particular de pesos associados aos países em comparação. O valor da variável resultado para cada controle sintético representado por W é dado por:

$$\sum_{j=2}^{J+1} w_j y_{jt} = \delta_t + \theta_t \sum_{j=2}^{J+1} w_j Z_j + \lambda_t \sum_{j=2}^{J+1} w_j \mu_i + \sum_{j=2}^{J+1} w_j \varepsilon_{jt} \quad (4.4)$$

Supondo que exista $(w_2^*, w_3^*, \dots, w_{J+1}^*)$, de forma que $\sum_{j=2}^{J+1} w_j^* y_{j1} = y_{11}$; $\sum_{j=2}^{J+1} w_j^* y_{j2} = y_{12}$; ...; $\sum_{j=2}^{J+1} w_j^* y_{jT_0} = y_{T_0}$, e $\sum_{j=2}^{J+1} w_j^* Z_j = Z_1$. É possível mostrar que se $\sum_{t=1}^{T_0} \lambda_t' \lambda_t$ é não singular, então:

$$y_{1t}^N - \sum_{j=2}^{J+1} w_j^* y_{jt} = \sum_{j=2}^{J+1} w_j^* \sum_{s=1}^{T_0} \lambda_t \left(\sum_{n=1}^{T_0} \lambda_n' \lambda_n \right)^{-1} \lambda_t' (\varepsilon_{js} - \varepsilon_{1t}) - \sum_{j=2}^{J+1} w_j^* (\varepsilon_{jt} - \varepsilon_{1t}) \quad (4.5)$$

É possível mostrar também que, sob condições usuais, a média do lado direito dessa equação se aproxima de zero. Dessa forma, para $t \in \{T_0 + 1, \dots, T\}$ um estimador para α_{1t} pode ser representado por

$$\hat{\alpha}_{1t} = y_{1t} - \sum_{j=2}^{J+1} w_j^* y_{jt} \quad (4.6)$$

A relação em (4.4), entretanto, só é válida com igualdade se $(y_{11}, y_{12}, \dots, y_{1T_0}, Z'_1)$ pertencer à combinação convexa de $\{(y_{21}, y_{22}, \dots, y_{2T_0}, Z'_2), \dots, (y_{J+1,1}, y_{J+1,2}, \dots, y_{J+1, T_0}, Z'_{J+1})\}$. Na prática, entretanto, muitas vezes não existe um conjunto de pesos para os quais a equação (4.4) vale com igualdade. Nesses casos, um conjunto de pesos é escolhido de forma que a equação (4.5) seja válida aproximadamente.

Especificamente, temos que um resultado de interesse observado em T períodos $t = 1, 2, \dots, T$, para o país de interesse, y_{1t} , e para os países não afetados pela intervenção, y_{jt} , com $j = 1, 2, \dots, J + 1$. Seja um $k = (k_1, k_2, \dots, k_{T_0})'$ de dimensão $(T_0 \times 1)$ e defina uma

combinação linear de resultados pré intervenção $\bar{y}_i^k = \sum_{s=1}^{T_0} k_s y_{is}$. Considere M combinações lineares desse tipo, definidas pelos vetores k_1, k_2, \dots, k_M . Seja $X_1 = (Z'_1, \bar{y}_1^{k_1}, \bar{y}_1^{k_2}, \dots, \bar{y}_1^{k_M})'$.

Seja um vetor ($k \times 1$), com $k = r + M$, de características pré intervenção para o país considerado tratamento. De maneira similar, X_0 é uma matriz ($k \times J$) que contém as mesmas características para os países que não sofreram a intervenção. O vetor W^* é escolhido de forma a minimizar alguma distância, $\|X_1 - X_0W\|$, entre X_1 e X_0W sujeito às restrições $w_2 \geq 0, w_3 \geq 0, \dots, w_{j+1} \geq 0; w_2 + w_3 + \dots + w_{j+1} = 1$. Uma escolha natural é definir $\bar{y}_1^{k_1}, \bar{y}_1^{k_2}, \dots, \bar{y}_i^{k_M}$ de forma que $\bar{y}_1^{k_1} = y_{i1}, \dots, \bar{y}_i^{k_M} = y_{iT_0}$.

Para medir a distância entre X_1 e X_0W , Abadie, Diamond e Hainmueller (2010) empregam $\|X_1 - X_0W\|_v = \sqrt{(X_1 - X_0W)'V(X_1 - X_0W)}$, em que V é uma matriz ($k \times k$) simétrica e positiva semidefinida. A alternativa utilizada no presente trabalho é escolher V de forma que, para o grupo de controle sintético resultante, a variável de interesse seja aquela que mais se aproxima da trajetória observada para o país que sofreu o tratamento no período anterior à intervenção. Mais precisamente, seguindo Abadie e Gardeazabal (2003), V é escolhido entre matrizes diagonais positivas semidefinidas de forma que a média quadrática do erro de previsão da variável de resultado é minimizada nos períodos anteriores à intervenção.

A partir da explicação do método, fica claro que a vantagem da abordagem acima está na estimação transparente de um contrafactual, formado por uma combinação linear de países que não sofreram a suposta intervenção, ou seja, o controle sintético. Os países que formam esse controle, bem como os respectivos pesos associados, são selecionados a partir de um algoritmo que se baseia nas similaridades desses países, tanto em relação à variável de interesse como em relação à covariadas definidas, com o país tratado no período anterior à intervenção. Assim, a diferença entre o desempenho do país tratado e o desempenho do controle sintético após a intervenção pode ser utilizado para estimar o efeito da intervenção.

Para estimar o modelo foram utilizados dados disponíveis para 23 mercados emergentes, entre eles o Brasil, obtidos por meio do World Bank Data, IMF Data, PRS Group Data para o período 1995 a 2016, conforme descrito no Anexo C. As variáveis de interesse foram constituídas pelo crescimento do PIB Real per capita, pelos resultados das Contas Corrente e Financeira, além das Balanças de Rendas e Comercial.

4.2.2 Resultados

Nesta seção serão apresentados os resultados obtidos por meio da metodologia descrita anteriormente, com o intuito de avaliar o desempenho do Brasil no pós Grande Recessão. Serão analisados o crescimento do produto real e o comportamento das contas externas. A base dados foi compilada a partir de variáveis pré-selecionadas¹³⁷, compreendendo o período de 1996 a 2016 e, conforme citado anteriormente, sendo composta pelos 23 mercados emergentes¹³⁸. Foi utilizado o intervalo 1996 a 2008 para o cômputo do período pré-tratamento e optou-se por estabelecer o ano de 2009 como o momento em que ocorreu o evento exógeno¹³⁹.

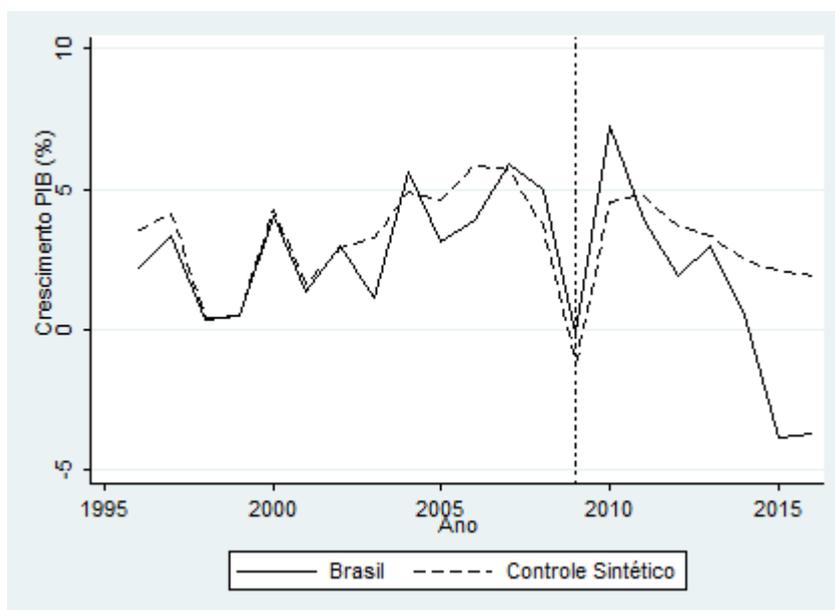
O primeiro caso analisado foi o desempenho do país em termos de crescimento do PIB Real medido em dólares constantes de 2010. Para isso, optou-se por especificar o modelo da mesma maneira que foram estabelecidas as equações de crescimento nos capítulos anteriores, com a inclusão do componente dinâmico e demais covariadas descritas no Anexo C. O Gráfico 4.14 apresenta os resultados obtidos.

O método utilizado exibiu uma aderência bastante adequada nos primeiros anos da amostra, apesar de ficar caracterizada alguma discrepância nos anos que antecederam o evento de 2009. O resultado obtido pela metodologia proposta evidencia duas características fundamentais que necessitam destaque. A primeira delas é que, já em 2010, o Brasil obteve uma taxa de crescimento significativamente superior àquela apresentada pelo controle sintético. De um modo geral, tal comportamento indica o êxito de uma eventual mudança na condução da política macroeconômica de natureza contracíclica adotada à época. Nesse ponto, inclusive, tal alteração indica uma melhora na performance do país quando comparado com ele mesmo sem a hipotética mudança – no caso, representado pelo Brasil sintético.

¹³⁷ A escolha das variáveis de controle não foi arbitrária e buscou seguir a abordagem utilizada por Carrasco e De Melo (2014). Entretanto, diante do tema de estudo, optou-se por dar mais relevância para variáveis institucionais de controle.

¹³⁸ O espaço temporal entre os anos de 1996 e 2016 foi escolhido exclusivamente em virtude da disponibilidade de dados. Tanto períodos anteriores ao inicial quanto posteriores ao final eram marcados por indisponibilidade de variáveis de análise e de controle o que, por sua vez, prejudicaria demasiadamente o estudo. Adicionalmente, Venezuela foi excluída por falta de dados, de modo que a base passou a ser composta por 22 países, considerando inclusive o Brasil.

¹³⁹ O ano em questão não compõe as médias do período de controle, dado que nesse ano especificamente todas as economias do mundo estavam simultaneamente manifestando os efeitos da Grande Recessão. Lembrando apenas que a hipótese de pesquisa considera que a partir do referido ano, como resposta à crise, o Brasil alterou a condução da política macroeconômica, cometendo sucessivos erros, sendo esse o “tratamento” aplicado ao país.

Gráfico 4.14 – Taxa de Crescimento do PIB Real, Brasil x Controle Sintético – 1996 a 2016.

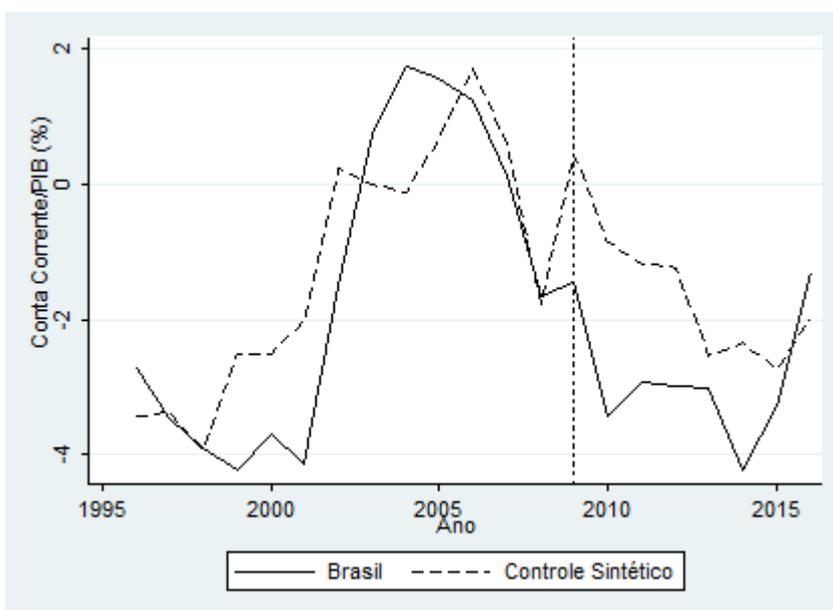
Fonte: elaborado pelo autor.

Entretanto, a segunda característica a destacar se mostra ainda mais relevante. A partir de 2011, o Brasil passou a apresentar uma trajetória declinante em termos de taxa de crescimento do produto, a ponto de não obter, na sequência dos anos, um resultado superior ao controle sintético. De 2013 até o final da amostra, o país intensificou essa trajetória de queda, protagonizando dois anos consecutivos de contração do PIB em 2015 e em 2016. Por outro lado, apesar de manter um crescimento pouco expressivo no período, o país sintético, passou a convergir para uma taxa de expansão de aproximadamente 2% ao ano. Nesse caso, pode-se constatar que, se o Brasil não tivesse cometido os eventuais erros de política macroeconômica que, por hipótese, caracterizaram o período pós 2009, a sua taxa de crescimento convergiria para aquela apresentada pelo Brasil sintético e, por consequência, a Grande Depressão Brasileira de 2015-2016 teria sido evitada.

Uma hipótese adicional estabelecida pelo estudo foi que a deterioração da taxa de crescimento, decorrente do observado desequilíbrio externo do país, somente foi possível e na proporção observada por conta do período de imensa liquidez internacional observado no pós-crise. Nesse caso, as políticas monetárias não convencionais adotadas pelas economias centrais para estimular a atividade econômica fizeram que com que um elevado volume de capitais fosse direcionado para as economias emergentes em busca de retornos mais significativos, inclusive para o Brasil. Isso postergou a necessidade iminente de um ajuste externo, agravando os desequilíbrios que, por fim, desencadearam uma severa crise econômica no país.

O Gráfico 4.15 apresenta o resultado do modelo para a Conta Corrente do Balanço de Pagamentos como proporção do PIB em dólares correntes para o período 1996 a 2016. Observa-se que, a partir de 2009, o Brasil passou a acumular sucessivos déficits nas transações com o resto do mundo, comportamento que foi revertido somente com a aproximação do período de colapso da economia do país nos anos de 2015 e 2016. Cabe destacar que, conforme apontado anteriormente, o período pós Grande Recessão marcado pelo uso de políticas monetárias não convencionais nas economias centrais possibilitou que países emergentes ou em desenvolvimento não encontrassem dificuldade para financiar seus déficits externos, tal como ocorreu com o Brasil.

Gráfico 4.15 – Conta Corrente como proporção do PIB (%), Brasil x Controle Sintético – 1996 a 2016.

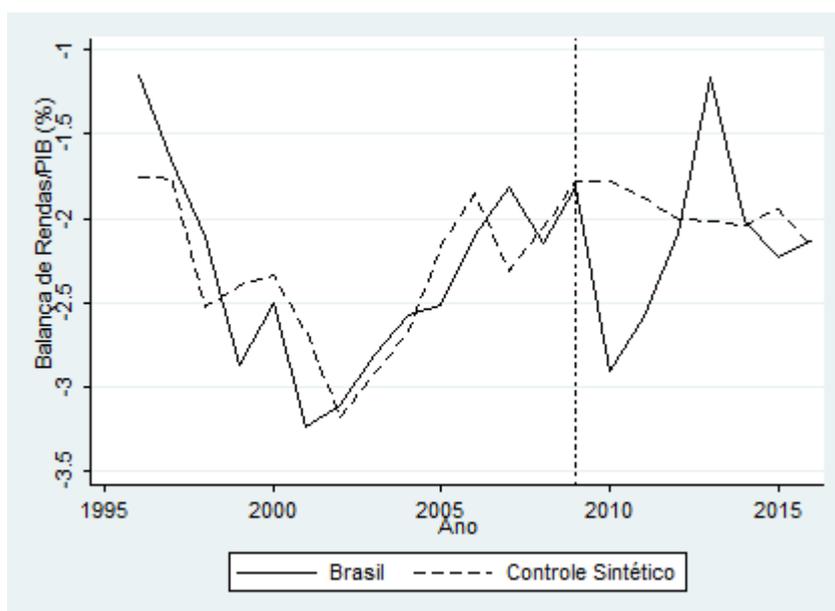


Fonte: elaborado pelo autor.

Dado que o ponto central é compreender a dinâmica por trás desse movimento externo e relacioná-lo com o desempenho do produto no pós- crise, a seguir será apresentado o comportamento dos subgrupos que compõe a Conta Corrente brasileira. O Gráfico 4.16 evidencia o resultado do modelo para a Balança de Rendas do país como proporção do PIB em dólares correntes entre 1996 e 2016. Observa-se que logo após a Grande Recessão há, claramente, um movimento intenso de saídas de rendas do Brasil que, conforme elucidado anteriormente, estariam sendo direcionadas para os países centrais para que as respectivas matrizes localizadas nessas regiões pudessem recompor sua necessidade de caixa, problema gerado fundamentalmente pela Grande Recessão. Entretanto, pode-se constatar que esse

movimento foi rapidamente revertido e compensado já a partir de 2012, de modo que em 2013 o resultado para o Brasil foi favorável. Contudo, entre 2014 e 2016, foi retomada a trajetória compatível com a do controle sintético¹⁴⁰.

Gráfico 4.16 – Balança de Rendas como proporção do PIB (%), Brasil x Controle Sintético – 1996 a 2016.



Fonte: elaborado pelo autor.

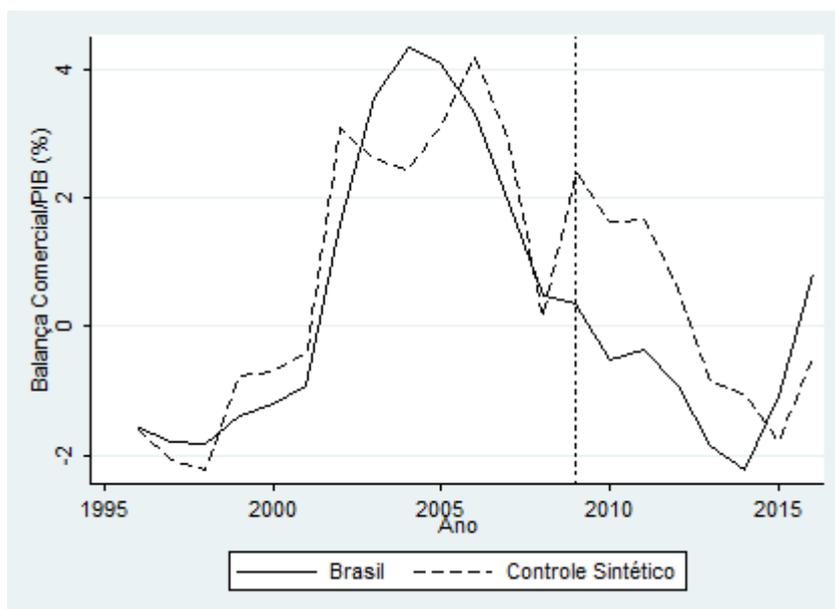
Entende-se que tanto o significativo déficit quanto a rápida recomposição do resultado do Balanço de Rendas observado no Brasil em relação ao controle sintético não consistem numa justificativa adequada para explicar os sucessivos, permanentes e crescentes déficits em Conta Corrente apresentados pelo país no período pós-crise. Para que seja possível alcançar uma resposta conclusiva, o Gráfico 4.17 apresenta o resultado do modelo para a Balança Comercial brasileira como proporção do PIB em dólares correntes de 1996 a 2016.

Observa-se que no período imediatamente posterior a Grande Recessão, ou seja, já no ano de 2009, o Brasil reduziu significativamente o seu saldo comercial e passou a acumular sucessivos déficits. Por outro lado, o controle sintético apresentou um rápido e intenso ajuste no mesmo ano, a ponto de, logo após a crise, acumular sucessivos períodos de superávit comercial. Dado que o comportamento histórico da Balança Comercial brasileira descrito nos fatos estilizados foi, em geral, superavitário de maneira a compensar os recorrentes resultados

¹⁴⁰ Cabe destacar que os fatos estilizados sobre as economias emergentes não foram capazes de capturar esse comportamento por meio da análise da mediana dos países no período pós-crise. De um modo geral, isso indica que, apesar de um crescimento inicial do déficit do balanço de rendas, houve na sequência um movimento compensatório, mantendo assim o resultado mediano do Brasil em relação aos demais países em um nível não discrepante.

negativos da Balança de Rendas, a soma de sucessivos resultados negativos para ambos indica a fonte do desequilíbrio externo do país.

Gráfico 4.17 – Balança Comercial com Proporção do PIB (%),
Brasil x Controle Sintético – 1996 a 2016.



Fonte: elaborado pelo autor.

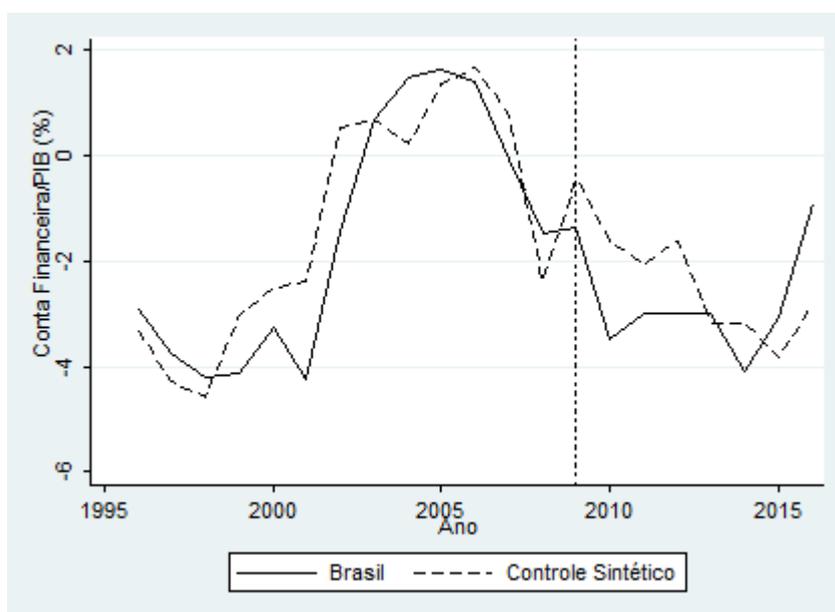
De modo geral, os modelos estimados até então indicaram que o saldo comercial do Brasil com o resto do mundo foi responsável pelo desempenho deficitário da Conta Corrente, que assim como o resultado da Balança Comercial, foi revertido apenas com a chegada da grande crise brasileira. Cabe destacar que a Grande Depressa Brasileira de 2015-2016 reduziu significativamente a capacidade de consumo da população, fenômeno que teve como consequência a reversão do déficit externo, o que obrigou o país a realizar, da pior forma possível, o ajuste externo.

Por fim, o Gráfico 4.18 apresenta o resultado do modelo para a Conta Financeira do Balanço de Pagamentos como proporção do PIB em dólares correntes para os anos 1996 a 2016. Como seria de se esperar, o comportamento do lado financeiro do Balanço de Pagamentos foi bastante semelhante aquele apresentado pelas transações correntes, visto que uma conta pode ser considerada como “espelho” da outra.

Entretanto, a Conta Financeira do controle sintético não se mostrou excessivamente discrepante quando comparado ao comportamento brasileiro no período imediatamente posterior a Grande Recessão, ou seja, o Brasil não apresentou um “descolamento excessivo” com relação ao desempenho do país sintético. Esse comportamento sugere que ao longo do

período de análise houve de fato uma elevada disponibilidade de liquidez internacional, tanto pra o Brasil quanto para o controle sintético, mas que o resultado excessivamente deficitário na Conta Corrente fora reproduzido apenas para o caso brasileiro. Diante disso, há uma evidência adicional de que o país produziu seu desequilíbrio externo internamente, fundamentalmente por meio dos sucessivos déficits comerciais. Nesse caso, pode-se concluir preliminarmente que esse fenômeno decorreu de um aumento do consumo interno, que reduziu a poupança doméstica e induziu uma elevação nas importações e uma eventual queda nas exportações.

Gráfico 4.18 – Conta Financeira como Proporção do PIB (%), Brasil x Controle Sintético – 1996 a 2016.



Fonte: elaborado pelo autor.

Portanto, os resultados indicaram que o Brasil apresentou um desempenho em termos de crescimento do produto aquém daquele obtido pelo controle sintético, fundamentando a hipótese de que, uma vez mantidas as políticas macroeconômicas precedentes a Grande Recessão, o país poderia ter evitado uma das maiores e mais severas crises econômica já vivenciada em sua história. Adicionalmente, é possível considerar que se fundamenta a hipótese de que o fator que desencadeou a Grande Depressão Brasileira manifestou-se inicialmente na forma de desequilíbrio externo, como resultado de um problema de natureza comercial. Esses aspectos, cuja origem está relacionada a estímulos excessivos à demanda interna que, quando não puderam ser mantidos, desencadearam o ajuste por meio da depressão observada.

4.2.3 Discussão

Diante dos resultados apresentados, esse tópico pretende discutir e compreender os fatos que conduziram ao desequilíbrio externo observado anteriormente e que, de acordo com a hipótese do trabalho, levaram à Grande Depressão Brasileira de 2015-2016. Conforme constatado, o desempenho do produto e das contas externas do Brasil foi significativamente distinto daquele apresentado pelo país sintético. Tal fenômeno somente teria sido possível se, no período pós-Grande Recessão, as políticas macroeconômicas adotadas tivessem sido significativamente distintas daquelas utilizadas antes de 2009 no país e que se mantiveram no restante dos mercados emergentes. Portanto, entende-se que os desequilíbrios observados tiveram origem num excessivo estímulo a demanda interna. Dessa forma, a seguir serão analisadas as possíveis fontes desse episódio, considerando aspectos de política macroeconômica.

4.2.3.1 Política Fiscal

Diante do impacto negativo e significativo que a Grande Recessão de 2007-2008 teve sobre o desempenho do produto de praticamente todas as economias do mundo, entendeu-se adequado supor que, em um primeiro momento, os formuladores de políticas nas economias emergentes tivessem feito uso de instrumentos de natureza fiscal como medida contracíclica, com o intuito de mitigar os efeitos do já mencionado choque. De fato, esse foi um dos procedimentos adotados inclusive no Brasil, que na prática resultou fundamentalmente no aumento do gasto do governo central e na expansão do crédito direcionado, buscando estimular a demanda interna.

O Gráfico 4.19 apresenta dados da receita líquida de transferências, das despesas primária e nominal do Governo Central do Brasil de 1997 a 2016 em Reais constantes¹⁴¹ acumulados nos últimos 12 meses¹⁴². O painel (a) evidencia os respectivos valores brutos,

¹⁴¹ Todos os dados sobre receita, despesas e desembolsos apresentados a seguir tiveram como base o último período de análise, que corresponde ao mês de dezembro de 2016. Dessa forma, as séries foram devidamente inflacionadas pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) com o objetivo de manter a comparabilidade dos valores ao longo do período de análise.

¹⁴² Optou-se pelo uso de valores acumulados em 12 meses para evitar eventual distorção causada pela sazonalidade presente nos dados mensais.

considerando tanto receitas quanto despesas não recorrentes¹⁴³. Percebe-se claramente a existência de eventuais quebras nas séries, em especial na receita líquida, com destaque para uma queda bastante pronunciada no período da Grande Recessão e alguns “saltos” periódicos decorrentes de receitas não recorrentes com origem em programas de renegociação de débitos com o Governo Federal.

Assim, para facilitar a análise da política fiscal do período, o painel (b) apresenta as tendências das mesmas séries citadas anteriormente, extraídas por meio do Filtro Hodrick-Prescott¹⁴⁴. Esse exercício tem como objetivo excluir dos dados eventuais eventos não recorrentes ou que caracterizam movimentos e oscilações de curto prazo, tais como as receitas extraordinárias, estabelecendo assim um comportamento suavizado de longo prazo das variáveis¹⁴⁵.

Com base nos dados filtrados, é possível constatar que claramente ocorreu um descasamento entre as receitas e as despesas primárias do governo central ao longo do período, fenômeno particularmente importante a partir do início de 2011. Adicionalmente, por meio da análise simultânea dos painéis (a) e (b), é possível constatar que a partir da Grande Recessão houve um aumento significativo no uso das receitas não recorrentes para o financiamento dos gastos primários, em geral de natureza recorrente.

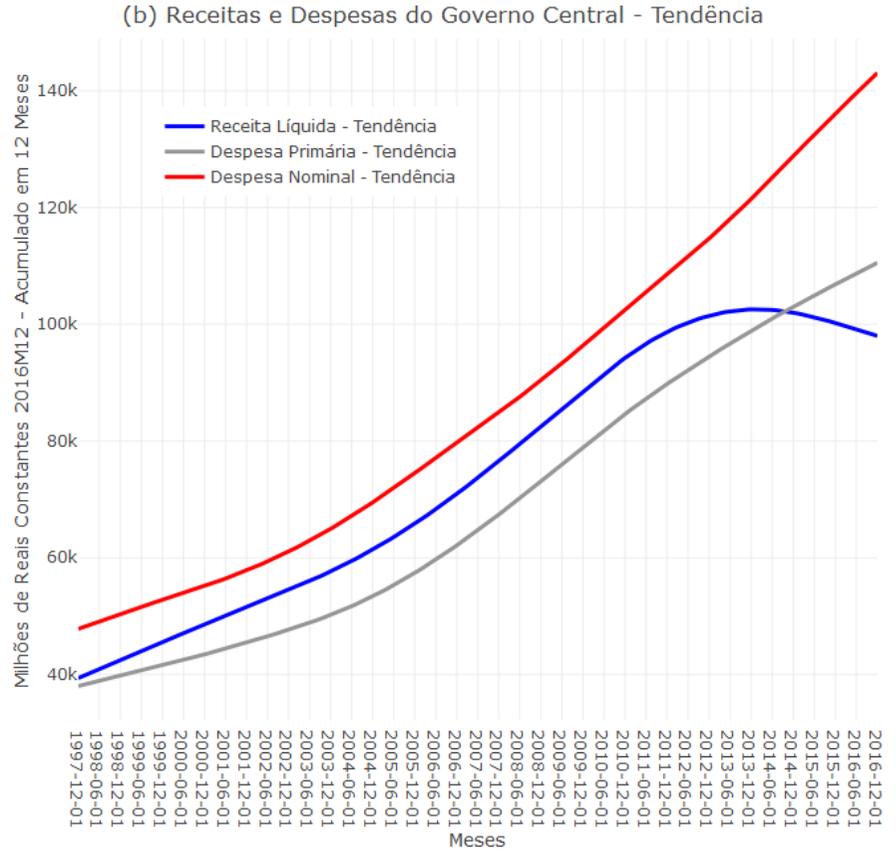
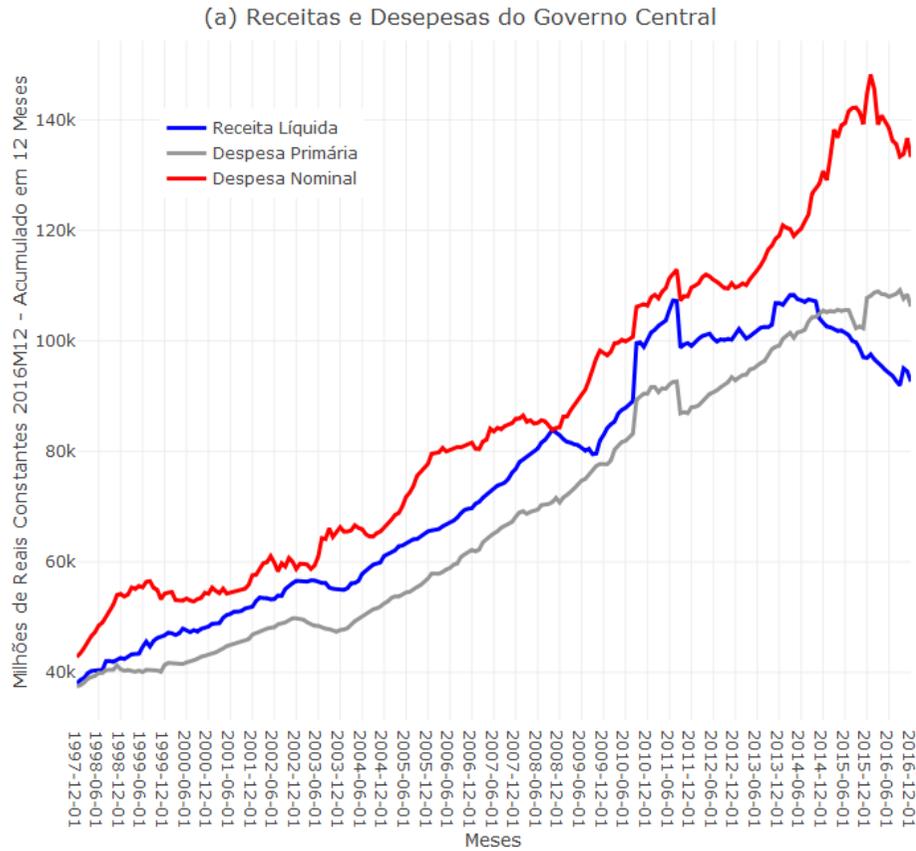
Essa trajetória agravou-se ao ponto de culminar, no final de 2014, na ocorrência de déficits primários, fenômeno inédito na série histórica. Isso fez com que a despesa nominal crescesse significativamente no período imediatamente posterior àquele ano, produzindo uma trajetória de crescimento explosivo. Ainda que tenha sido observada uma queda na receita – tanto nos dados brutos observados nos últimos 12 meses quanto na respectiva tendência – as despesas primárias jamais apresentaram qualquer redução significativa, de modo que continuaram crescendo significativamente, produzindo um desequilíbrio fiscal significativo e crescente.

¹⁴³ O painel (a), apesar de representar os referidos dados com exatidão, não consiste numa ferramenta adequada para análise das receitas e das despesas do governo central, em especial no período posterior a Grande Recessão. Isso se deve ao fato de o período ter sido marcado por sucessivos programas de refinanciamento de débitos federais (REFIS), que distorceram significativamente os resultados.

¹⁴⁴ Apesar de o Filtro Hodrick-Prescott, ou Filtro HP, ter sido popularizado pelos autores que lhes dão o nome na década de 1990 (HODRICK; PRESCOTT, 1997), a ideia fora proposta anteriormente. Contudo, consiste numa ferramenta bastante útil para extração de tendência de séries temporais.

¹⁴⁵ Foi utilizado como parâmetro de suavização um $\lambda = 129.600$, tal como sugerido por Ranv e Uhlig (2002) para séries com observações mensais.

Gráfico 4.19 – Receitas e Despesas do Governo Central do Brasil de 1997 a 2016 em Reais Constantes – Acumulado em 12 Meses.



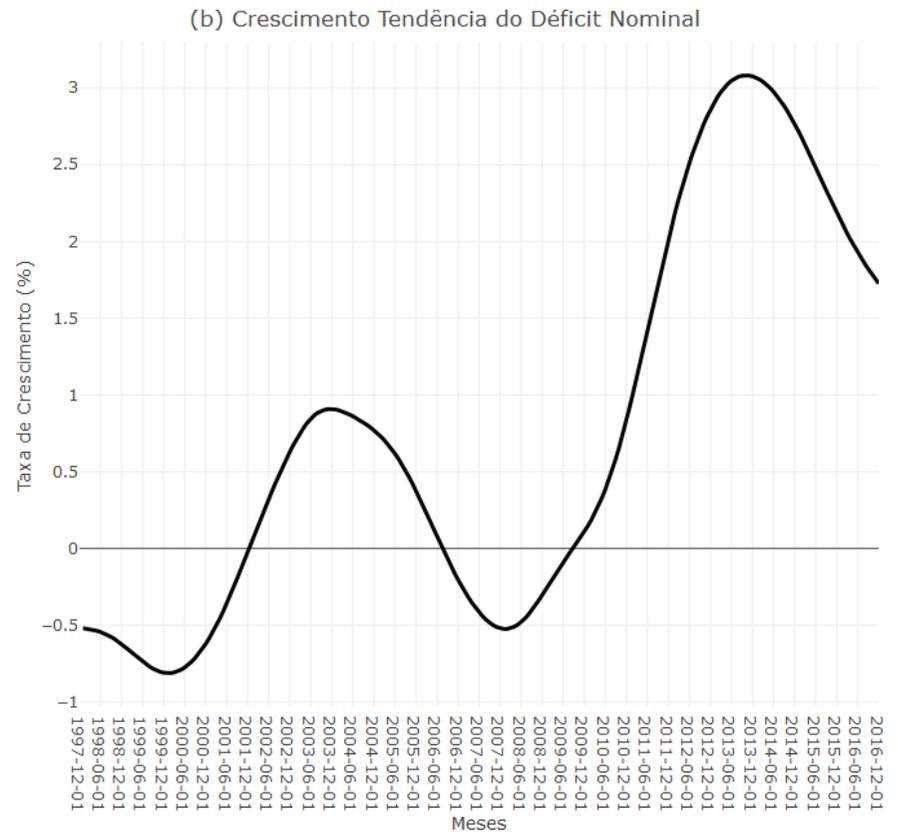
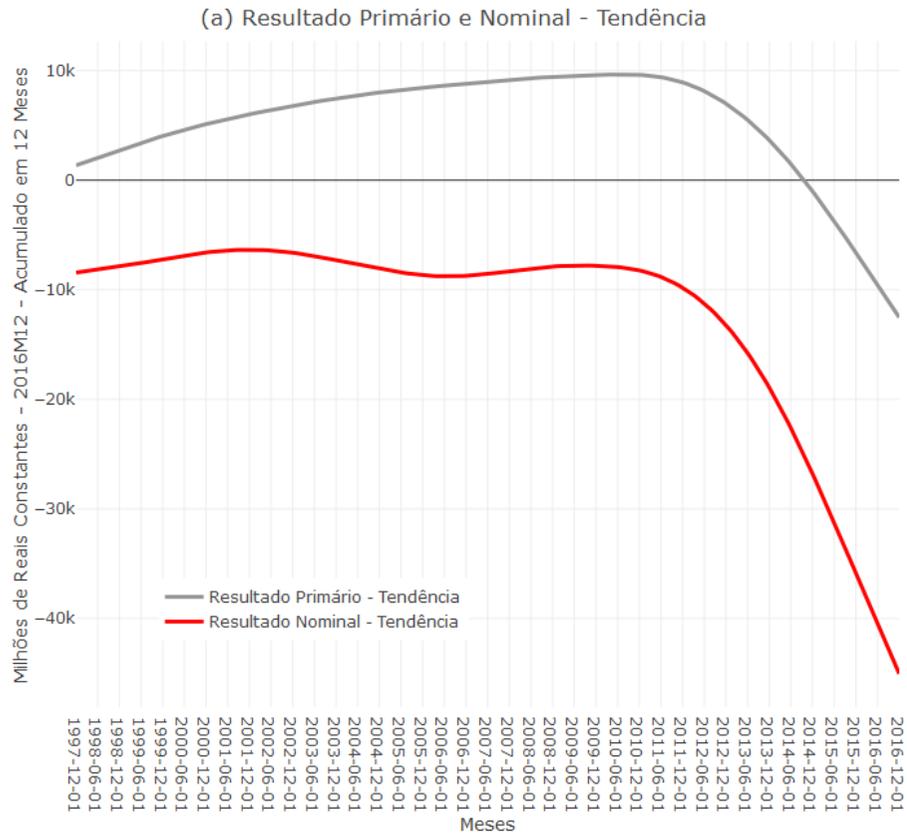
Fonte: BACEN (2018).

Entretanto, apesar de os dados apresentados oferecem uma ideia clara da natureza do problema fiscal, eles não são adequados para se obter informações quanto ao horizonte temporal dos fenômenos respectivos fenômenos. A análise da tendência tende a sugerir que o desequilíbrio entre receita e despesas do governo central foi produzido no final do período de análise, de modo a não haver uma relação direta entre o referido problema e a hipótese de pesquisas.

Assim, o Gráfico 4.20 exhibe os resultados primário e nominal do Governo Central do Brasil em valores constantes de 1997 a 2016 obtidos com base na tendência extraída pelo método mencionado anteriormente. O painel (a) indica que o resultado primário parou de aumentar já no final do ano de 2010, evidenciando e fundamentando o fato de que houve o uso de uma política fiscal contracíclica diante do aprofundamento da Grande Recessão. Contudo, é importante destacar que os esforços do governo central para a redução déficit nominal deixaram de ser feitos um ano antes, já a partir do final de 2009. Esse aspecto indica que já naquele momento os formuladores de política já haviam deixado de destinar recursos suficientes para evitar o necessário crescimento da dívida pública federal com o intuito de produzir estímulos à demanda interna.

O painel (b) apresenta a taxa de crescimento do déficit nominal em valores constantes no Brasil medido com base na tendência extraída pelo Filtro Hodrick-Prescott para o período 1997 a 2016. Observa-se claramente que a partir do segundo semestre de 2009 o resultado nominal do governo central, cujo déficit era decrescente até então, passou a crescer. Esse aspecto, conforme tratado anteriormente, estaria inteiramente de acordo com o argumento favorável ao uso de políticas fiscais contracíclicas no período por conta da Grande Recessão. Entretanto, a partir do segundo semestre de 2010, a taxa de crescimento de déficit nominal acelerou rapidamente e continuou crescente até o final de 2013. Apesar de desacelerar a partir daquele ano, ao final da série, em dezembro de 2016, a taxa de crescimento do déficit nominal do governo central ainda estava num patamar superior a 1,5% ao ano, evidenciando o descontrole da política fiscal.

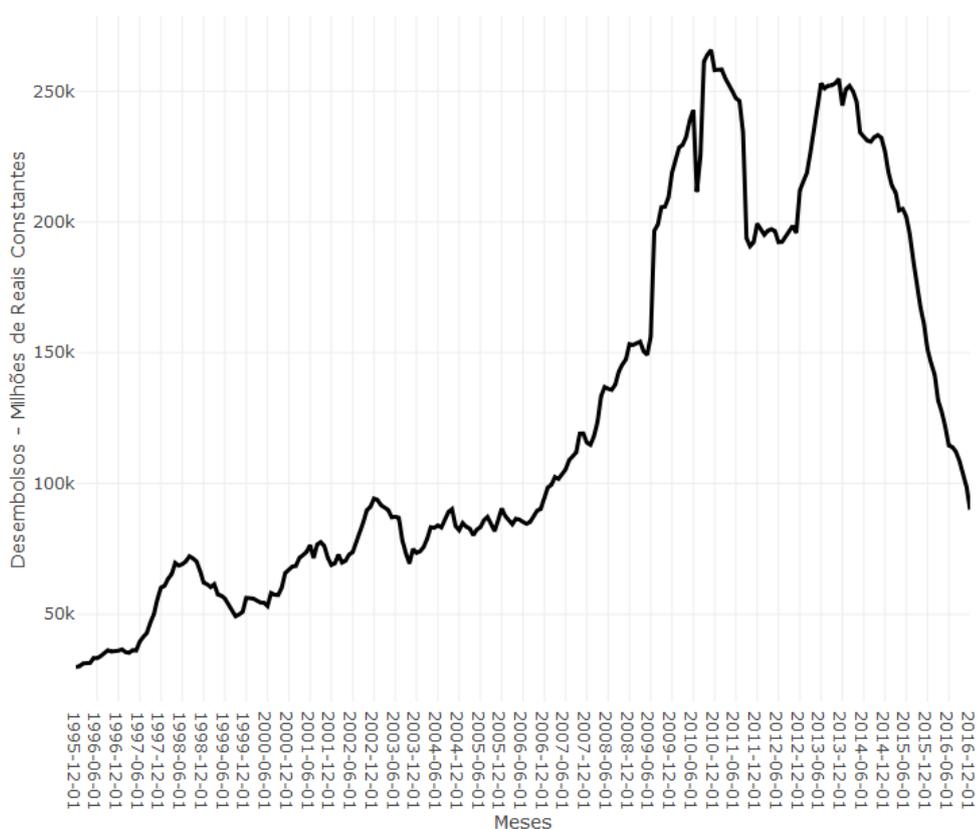
Gráfico 4.20 – Resultado Primário e Nominal Governo Central do Brasil de 1997 a 2016 – Acumulado em 12 Meses.



Fonte: BACEN (2018).

Por sua vez, o Gráfico 4.20 apresenta os desembolsos realizados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômica e Social (BNDES) em milhões de Reais constantes acumulados em 12 meses de 1995 a 2016. Por se tratar de um banco público de fomento, os desembolsos do mesmo podem ser considerados como complementares a política de gastos públicos do governo central, visto o seu objetivo de estimular a atividade econômica por meio de concessões de crédito direcionadas a setores eletivos.

Gráfico 4.21 – Desembolsos do BNDES em Milhões de Reais Constantes de 1995 a 2016 – Acumulado em 12 Meses.



Fonte: Bacen (2018).

Apesar da tendência ascendente ao longo de grande parte do período de análise, os desembolsos cresceram de forma mais pronunciada a partir do segundo semestre de 2009, alcançado o pico da série histórica no final de 2010. Mais uma vez, o comportamento exibido no gráfico fundamenta a ideia de uso desse instrumento creditício como política contracíclica no pós-crise. Entretanto, apesar de dos valores investidos terem se mantidos estáveis num patamar elevado entre o segundo semestre de 2011 e o final de 2012, já no início de 2013 os desembolsos atingiram patamares muito próximos ao pico da série. A reversão na tendência de crescimento ocorreu somente com a chegada da Grande Depressão Brasileira na segunda

metade de 2014, que forçou uma redução nos desembolsos para patamares anteriores à Grande Recessão.

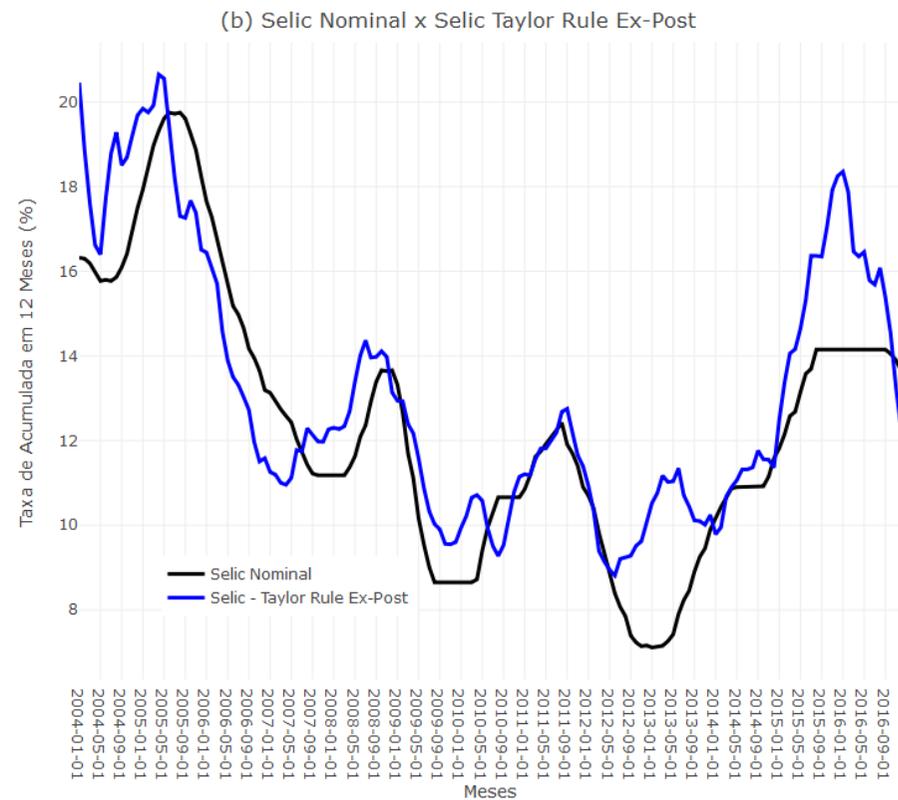
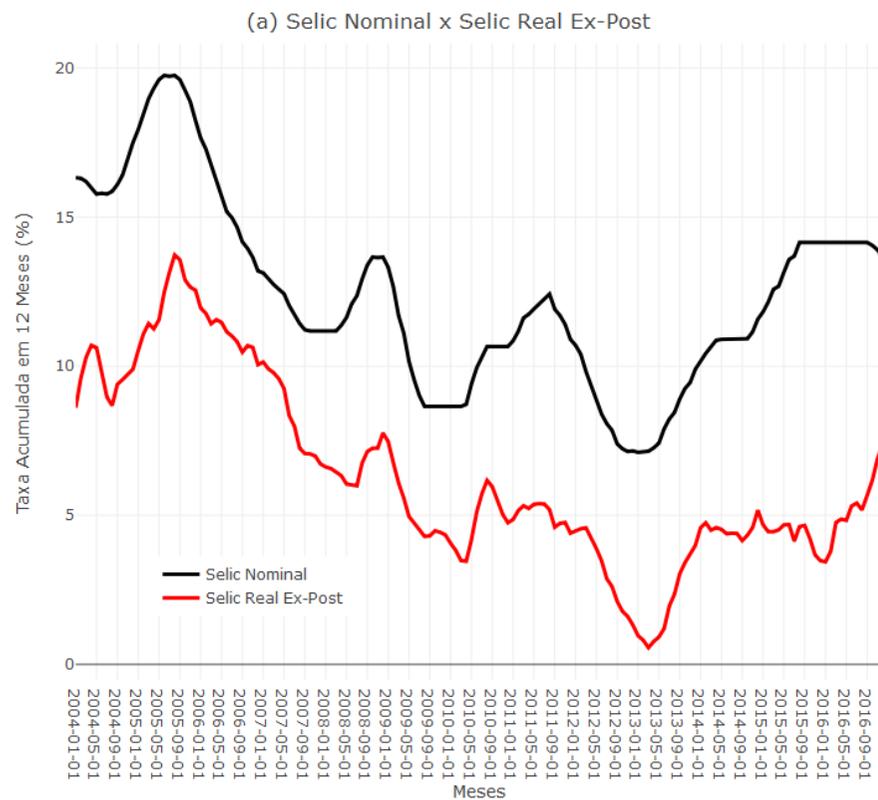
4.2.3.2 Política Monetária

O tópico anterior indicou que a política de estímulos fiscais que se iniciou imediatamente após a Grande Recessão foi intensificada ao longo do período, sendo parcialmente revertida com a chegada da Grande Depressão Brasileira de 2015-2016, que forçou o ajuste. Diante da hipótese de pesquisa, pode-se considerar que equívocos semelhantes àqueles cometidos pela manutenção por tempo excessivo da política fiscal expansionista podem ter sido cometidos também na condução da política monetária, sendo esse o aspecto que será discutido a seguir.

O Gráfico 4.22 apresenta a Taxa Básica de Juros Nominal (SELIC) e Real Ex-Post no Brasil acumulado em 12 meses de 2004 a 2016¹⁴⁶. O painel (a) oferece uma simples comparação entre a taxa básica nominal e a real ex-post. Os dados indicaram que houve uma tendência de queda relativamente constante em ambas as séries até, pelo menos, a metade de 2012. Entretanto, apesar disso, na segunda metade de 2011 iniciou-se uma visível ruptura no comportamento tradicionalmente cíclico da série da taxa nominal. Isso desencadeou um processo acentuado de redução da taxa real ex-post ao ponto de alcançar um valor próximo à zero na metade do ano de 2013, caracterizando uma política monetária fortemente estimulativa.

¹⁴⁶ O intervalo de tempo da série foi definido pela disponibilidade de períodos em que vigorou o sistema de metas de inflação do Banco Central do Brasil, informação relevante para o cálculo da taxa de juros via Regra de Taylor. A taxa de juros real ex-post corresponde a taxa Selic acumulada em doze meses descontada a inflação acumulada no mesmo período, tal que $r_t^{ex-post} = i_t - \pi_t$.

Gráfico 4.22 – Taxa Básica de Juros Nominal e Real no Brasil de 2004 a 2016 – Acumulado em 12 Meses.



Fonte: Bacen (2018).

Por sua vez, o painel (b) realiza um exercício que permite comparar a taxa nominal com a taxa que deveria ter sido escolhida no período com base na Regra de Taylor¹⁴⁷. É possível observar que ao final de 2008 a política monetária iniciou um ciclo de queda, de modo que a taxa de juros no período se mostrou, inclusive, um pouco abaixo daquela sugerida pela regra em questão. A reversão ocorrida no primeiro semestre de 2010 sugere que o ciclo de alta tenha ocorrido para combater a pressão inflacionária, visto que ambas as taxas coincidem no período.

Contudo, entre 2012 e 2014 a taxa nominal encontrou-se em patamares significativamente menores do que a taxa sugerido pela regra. Além disso, a partir da do segundo semestre de 2013 a Selic iniciou um movimento de elevação bastante persistente, produzido em resposta ao aumento da inflação no período. Ao final da série, entre os anos de 2015 e 2016, a taxa de juros calculada pela Regra de Taylor estava significativamente acima da daquela efetivamente observada, indicando a existência de uma escalada inflacionária relevante.

Desse modo, esses resultados indicam dois efeitos distintos. O primeiro evidencia que a taxa básica de juros da economia foi utilizada como política contracíclica já em 2009. A segunda mostra que, mesmo num ambiente inflacionário em que a prudência demandava um comportamento mais conservador do Banco Central, o ciclo de queda que iniciou em 2011 se deu diante de um ambiente inflacionário, contrariando as orientações prescritas pela Regra de Taylor e desencadeando um forte estímulo monetário, que resultou posteriormente na aceleração da inflação.

Com uma abordagem semelhante, o Gráfico 4.23 apresenta a Taxa Básica de Juros Nominal (SELIC) e Real Ex-Ante no Brasil acumulado em 12 meses de 2004 a 2016¹⁴⁸. Novamente, por meio da análise do painel (a), verificou-se que o período de 2011 a 2013 foi marcado por taxas de juros reais historicamente baixas, alcançado patamares bastante próximas à zero.

Já o painel (b) permite realizar o exercício da Regra de Taylor considerando a taxa de juros da política monetária calculada com base na expectativa de inflação. Constatou-se que a

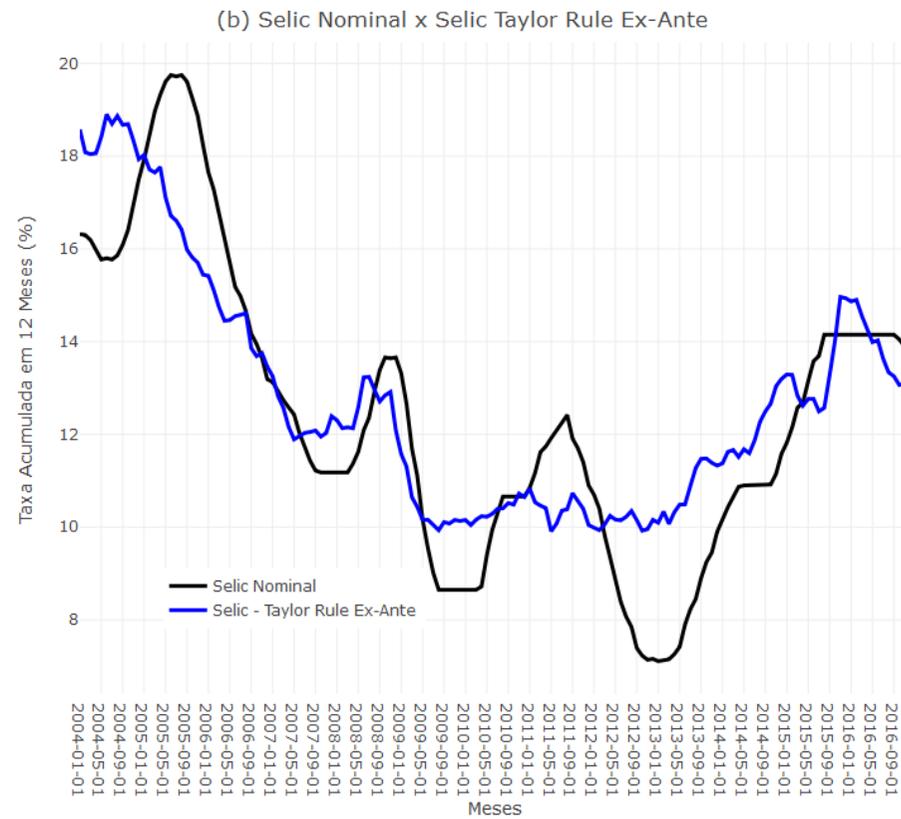
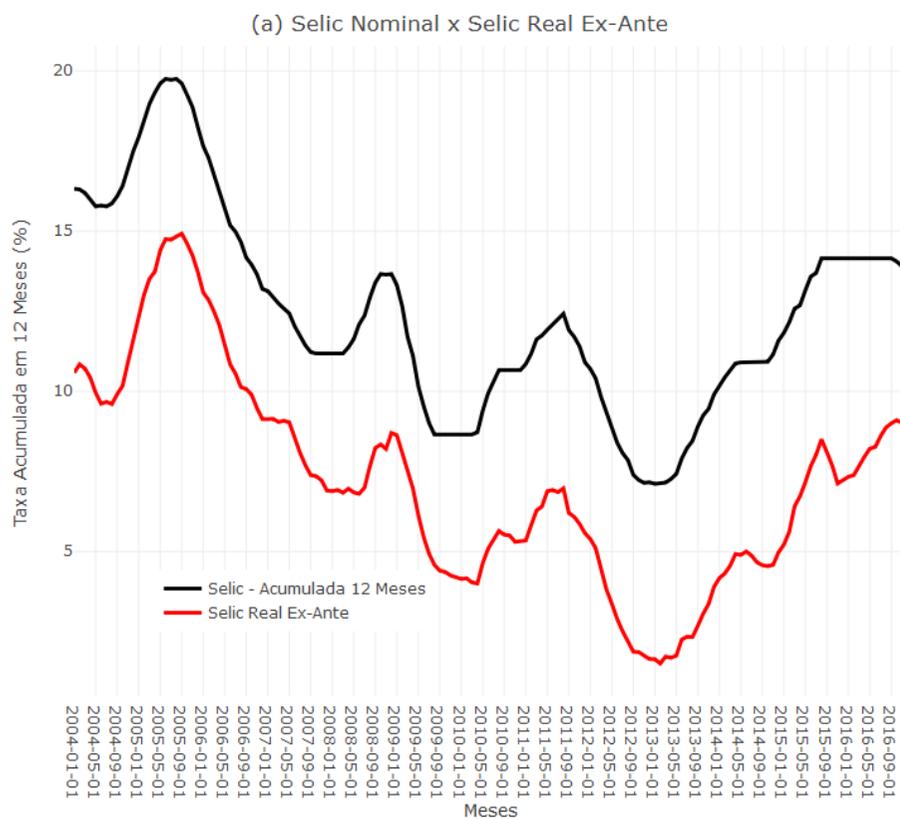
¹⁴⁷ No caso em questão, a Regra de Taylor (TAYLOR, 1993) foi calculada da seguinte forma: $i_t = \pi_t + r_t + 0,5(\pi_t - \pi_t^{BC}) + 0,5(y_t - \bar{y}_t)$, onde i_t é a taxa de juros da política monetária, π_t é a inflação acumulada, r_t a taxa de juros real de equilíbrio obtida pela extração da tendência da taxa de juros real ex-post, π_t^{BC} é a meta de inflação e $(y_t - \bar{y}_t)$ o hiato do produto.

¹⁴⁸ Na realidade, a taxa de juros real Ex-Ante é medida pela expectativa de taxa de juros futuros – que pode ser a taxa dos swaps Depósito Interfinanceiro (DI) de 360 dias – subtraindo-se a expectativa de inflação para os 12 meses à frente. Entretanto, no presente trabalho, a taxa de juros real foi medida como a diferença entre a taxa nominal (Selic) e a inflação esperada para os próximos 12 meses, tal que $r_t^{\text{ex-ante}} = i_t - \pi_t^e$. A mesma adequação foi utilizada para o cálculo da Regra de Taylor.

taxa escolhida pelo Banco Central fora inferior àquela recomendada pela regra já em 2009, apresentando nova evidência do uso da política monetária como fonte de estímulos à demanda para conter os efeitos negativos de Grande Recessão. Entretanto, observou-se a manutenção da taxa de juro em patamar superior àquela indicada pela Regra de Taylor com expectativas de inflação durante o ano de 2011. Esse aspecto pode ser justificado pela presença de pressão inflacionária simultaneamente às expectativas ancoradas no período.

Contudo, um equívoco considerável pode ser verificado a partir do final de 2011. Enquanto a taxa de juros estimada via regra de Taylor com expectativas sugeria a necessidade de aumento lento e gradual da taxa básica de juros, o Banco Central à época exerceu uma forte redução da mesma, ao ponto de atingir patamares historicamente baixos já no início de 2013. De um modo geral, tal equívoco produziu estímulos monetários significativos, capazes de estimular de modo considerável o consumo interno a ponto de produzir desequilíbrios adicionais à macroeconomia. Claramente, esse processo não ocorreu sem que houvesse como consequência o aumento das pressões inflacionárias.

Gráfico 4.23 – Taxa Básica de Juros no Brasil de 2004 a 2016 – Acumulado em 12 Meses.

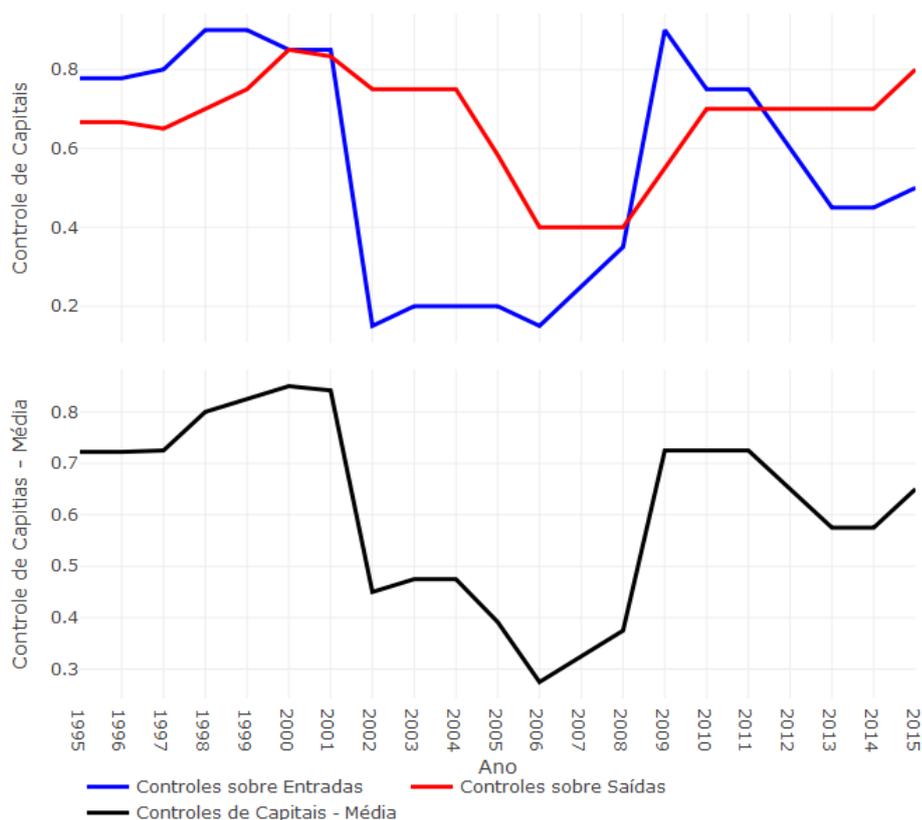


Fonte: Bacen (2018).

4.2.3.3 Questões Adicionais – Controles de Capitais e Instituições

Os formuladores de política ainda propuseram questões adicionais aparentemente contraditórias entre si, manifestadas especificamente pelo aumento no uso de controles de capitais. O Gráfico 4.24 apresenta o Índice de Controles de Capitais desenvolvido por Fernandez et al. (2016) para o Brasil no período 1995 a 2015¹⁴⁹. Verificou-se que ao longo da década de 2000, especificamente entre 2002 e 2008, o país reduziu significativamente eventuais restrições *de jure* a mobilidade de capitais, tanto com relação às entradas quanto às saídas dos mesmos. Cabe lembrar que, com base nos resultados descritos nos fatos estilizados sobre o Brasil, foi justamente nesse período que o país foi capaz de produzir sucessivos superávits na Balança Comercial.

Gráfico 4.24 – Controles de Capitais no Brasil de 1995 a 2016.



Fonte: Fernández et al. (2016).

¹⁴⁹ É importante destacar que os indicadores de controles de capitais não foram utilizados na estimação do método do controle sintético por causa da indisponibilidade de dados para o ano de 2016, considerado relevante para análise devido a Grande Depressão brasileira. Cabe destacar que o referido indicador mede a intensidade do controle em uma escala de 0 a 1, em que zero é a ausência de controles e um a não mobilidade de capitais. Apesar de Fernández et al. (2016) apresentarem índices para diferentes tipos de instrumentos financeiros, optou-se por representar controles médios da Conta Financeira sobre entradas e saídas de capitais.

Entretanto, no ano de 2009 observou um aumento significativo no uso de controles, tanto com relação às entradas quanto às saídas de capitais. O mesmo comportamento foi observado no índice médio, apesar da leve redução dos patamares a partir de 2011. É importante destacar que os controles às saídas de capitais foram intensificados significativamente no período, alcançando na última observação da amostra o seu pico em quinze anos.

Por sua vez, é importante relatar que políticas de restrições aos fluxos de capitais foram utilizadas simultaneamente às políticas monetária e fiscal expansionistas. Cabe destacar que o acúmulo de déficits nominais por parte do governo central estimula, por definição, a entrada de novos capitais devido à redução da poupança interna e subsequente necessidade de apropriação da poupança externa. De mesma forma, estímulos monetários tendem a estimular o consumo que, diante da existência de enorme liquidez internacional no período, foram supridos por meio de aumento significativo das importações, queda nas exportações e a decorrente deterioração da balança comercial brasileira. Portanto, a análise dos dados conduz à constatação de que os equívocos de política macroeconômica não apenas produziram o desequilíbrio externo do país, como foram contraditórios ao ponto de “puxarem a economia em sentidos opostos”¹⁵⁰.

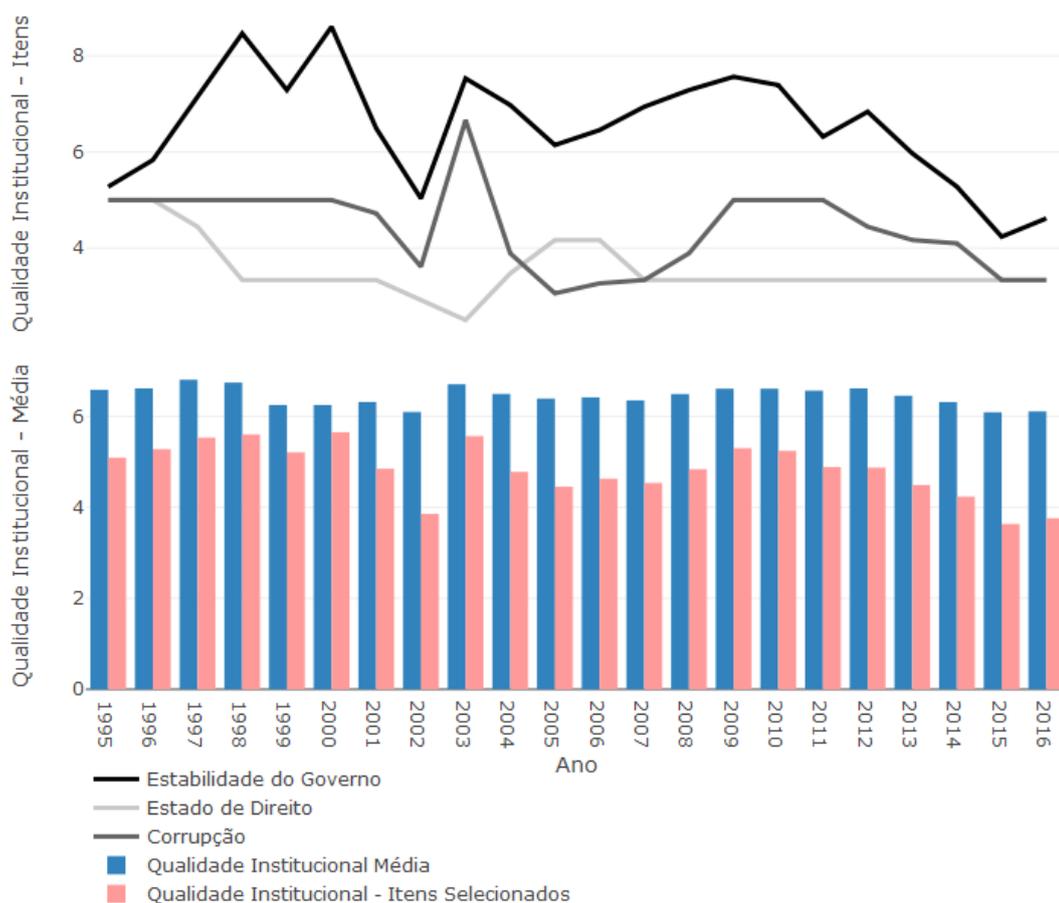
Cabe nesse momento discutir as causas fundamentais que conduziram o Brasil no pós-crise para uma condição caracterizada por estímulos excessivos à demanda doméstica, pelo desequilíbrio externo e, por fim, pela Grande Depressão Brasileira de 2015-2016. Essencialmente, decisões de política macroeconômica devem obedecer a determinadas regras definidas pela sociedade as quais, conforme definido na introdução do presente trabalho, são dadas o nome de instituições. Nesse contexto, o Gráfico 4.25 apresenta os indicadores de Qualidade Institucional do Brasil para o período 1995 a 2016.

O índice de qualidade institucional média do Brasil avalia 12 componentes de risco político distintos, sendo eles a Estabilidade do Governo, as Condições Socioeconômicas, o Perfil de Investimento, a presença de Conflito Interno e Externo, Corrupção, a presença Militar na Política, de Tensões Religiosas, o Estado de Direito, Tensões Étnicas, a

¹⁵⁰ Nota-se que as expansões fiscal e monetária produziram um aumento do consumo interno que, quando não atendido pela produção doméstica, teria que ser suprido pelo mercado externo via importação e subsequente redução das exportações. Havendo eventual preocupação com o Tsunami monetário descrito na introdução desse capítulo, uma opção lógica para o ajuste seria a redução dos déficits comerciais via moderação nas políticas de estímulo. Assim, como claramente não foi essa a opção escolhida, as políticas de controles de capitais tiveram o objetivo de “forçar” a produção doméstica a suprir o excesso de demanda, estratégia não apenas não deu certo como intensificou o desequilíbrio externo.

Responsabilidade Democrática e a Qualidade da Burocracia. Apesar o método utilizar valores distintos para cada uma delas, os dados foram normalizados de 0 a 10 para facilitar a comparação.

Gráfico 4.25 – Indicadores de Qualidade Institucional do Brasil de 1995 a 2016.



Fonte: PRS Group (2017).

Observou-se no comportamento do índice médio que o Brasil não apresentou indício de alteração significativa na qualidade das suas instituições no período pós-crise que justificasse o desequilíbrio descrito anteriormente. Entretanto, dado que o país é uma democracia relativamente estável, com eleições periódicas e um sólido contrato social, indicadores que avaliam a presença de conflito interno ou externo; de militares na política, de tensões religiosas ou étnicas, responsabilidade democrática, até mesmo as condições socioeconômicas e o perfil de investimento tendem a manter o índice estável em um patamar relativamente inalterável.

Entretanto, como o presente trabalho está buscando avaliar eventuais equívocos de política econômica, considerou-se razoável considerar apenas as variáveis que estariam

relacionadas com essas decisões. A análise dos referidos indicadores advertiu para a existência de deterioração institucional já em 2007, com a queda e manutenção em níveis baixos do estado de direito no país¹⁵¹. Outro alerta foi para a percepção da corrupção¹⁵², que apesar de ter se mantido constante entre 2009 e 2011, passou a cair rapidamente ao longo do período posterior. Por fim, verificou-se a estabilidade do governo¹⁵³, indicador de apresentou a maior queda no período pós Grande Recessão.

A criação de um índice contendo apenas os itens selecionados mostra a expressiva queda na qualidade institucional relacionada às decisões de política macroeconômica. Enquanto o indicador médio se manteve relativamente estável, passando de um patamar de 6,60 em 2009 para 6,11 em 2016, os índices selecionados foram de 5,30 para 3,76, ao ponto de atingir o patamar mínimo de 3,63 em 2015. Assim, pode-se considerar que a deterioração institucional esteve intimamente relacionada com os erros de política macroeconômica cometidos no período de análise, de modo que constituía a causa fundamental para o retrocesso econômico apresentado.

4.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste ensaio foi avaliar os efeitos macroeconômicos dos fluxos de capitais no Brasil no período posterior à Grande Recessão. A questão fundamental do estudo foi integrar os temas discutidos nos dois ensaios anteriores e realizar uma análise sobre o país, apresentando novas evidências empíricas. Baseou-se fundamentalmente na compilação de dados e em testes contrafactual para caracterizar o desempenho do país no período, com especial destaque para o setor externo.

Os fatos estilizados sobre o Brasil e os mercados emergentes apresentados inicialmente permitiram concluir preliminarmente que o país acumulou sucessivos e significativos déficits em sua conta corrente no período posterior à Grande Recessão, elevados inclusive quando comparado àqueles apresentados por seus pares. Considerou-se a

¹⁵¹ Estado de Direito avalia simultaneamente a força e a imparcialidade do sistema legal e a observância popular da lei.

¹⁵² Avalia a percepção de corrupção dentro do sistema político, que pode dificultar a realização de negócios de forma eficaz. O indicador foca na corrupção real, que se manifesta na forma de suborno, nepotismo, reservas de emprego, favorecimento ilícito, financiamento de partidos e laços suspeitosamente estreitos entre política e negócios. Segundo a metodologia, o maior risco da corrupção é que em algum momento ela se tornará tão severa a ponto de provocar uma queda, reorganização ou reestruturação do governo, ou, na pior das hipóteses, tornar o país ingovernável.

¹⁵³ Avalia a capacidade do governo de realizar seu programa e sua capacidade de permanecer no cargo. A classificação unidade do governo, a força legislativa e o suporte popular.

possibilidade de que tais desequilíbrios tivessem sido gerados fundamentalmente pelo resultado da Balança Comercial, cujo desempenho apresentou uma mudança significativa após a crise internacional.

A análise dos dados sugeriu que a excessiva dependência da poupança externa como um dos fatores determinantes para o mau desempenho econômico do Brasil no período. Tal fenômeno somente foi possível e alcançou tamanha proporção por conta do período de imensa liquidez internacional que caracterizou o posterior a Grande Recessão, visto que farta disponibilidade de capitais estrangeiros postergou a necessidade eminente de um ajuste externo, agravando os desequilíbrios que, ao chegarem no seu limite, desencadearam uma severa crise econômica. Desse modo, a hipótese de pesquisa foi que a Grande Depressão Brasileira de 2015-2016 foi causada fundamentalmente por equívocos na condução da política macroeconômica a partir de 2009, ocorridos especificamente por conta dos desafios gerados pela crise internacional.

O método do controle sintético permitiu realizar um experimento contrafactual no qual foi possível comparar o desempenho do Brasil com ele mesmo caso não tivesse cometido os erros de política sugeridos pela hipótese de pesquisa. De fato, o desempenho do país teria sido melhor não apenas em termos de crescimento do produto, mas também com relação ao setor externo, de modo que, por fim, a severa crise econômica que atingiu o país poderia ter sido evitada.

Uma vez constatado que o desequilíbrio externo e a queda no produto haviam sido gerados internamente, visto que o controle sintético apresentou comportamento diferente, foram investigados os fatores que determinaram esse desempenho. Concluiu-se que o uso excessivo das políticas fiscal e monetária expansionistas a partir de 2009, com o intuito de estimular a demanda e, conseqüentemente, o crescimento econômico, foram responsáveis pelo resultado em questão. Concluiu-se inclusive que houve políticas contraditórias envolvendo controles de capitais, que foram utilizados simultaneamente às políticas expansionistas para induzir o crescimento do produto, mas falharam miseravelmente.

Por fim, concluiu-se que a causa fundamental para o resultado em questão foi a deterioração institucional observada no período. Apesar não os índices de qualidade institucional não terem captado claramente esse declínio, a análise das variáveis conceitualmente mais relacionadas às decisões de política macroeconômica evidenciou que a deterioração institucional em curso no mesmo período foi a causa fundamental da derrocada da economia brasileira.

5 CONCLUSÕES

O objetivo desta tese foi apresentar três ensaios sobre instituições e fluxos internacionais de capitais nas economias emergentes e em desenvolvimento. Com base na abordagem institucional, o primeiro ensaio discutiu os efeitos desses fluxos sobre o crescimento econômico dos países, o segundo abordou a relação entre os influxos e os controles de capitais e, por fim, no terceiro, foi apresentado um estudo de caso para o Brasil, consolidando assim o tema desenvolvido ao longo do trabalho.

A contribuição fundamental desta tese consistiu em compilar de maneira abrangente o entendimento teórico sobre o assunto em questão, corroborado por evidências empíricas capazes de subsidiar os *policy makers* na formulação de políticas que tenham o intuito de mitigar os efeitos negativos dos fluxos de capitais e intensificar seus potenciais benefícios. Além disso, buscou-se fundamentalmente compreender de forma mais satisfatória a relação entre os movimentos de capitais, instituições e seus efeitos macroeconômicos, dado que, conforme apresentado ao longo do estudo, as evidências presentes na literatura ainda não foram capazes de corroborar definitivamente as principais previsões que os modelos teóricos preconizam.

Na introdução foram apresentados os conceitos e definições elementares relacionados a finanças internacionais e instituições, além de terem sido exploradas algumas regularidades empíricas que têm caracterizado o processo de integração financeira ao longo das últimas décadas. Isso permitiu que fossem discorridas algumas considerações preliminares que fundamentaram a principal hipótese de pesquisa, de que instituições são fatores determinantes não apenas para o desempenho econômico dos países, mas também para potencializar os efeitos positivos dos fluxos internacionais de capitais e mitigar seus já mencionados efeitos nocivos, e fundamentaram a justificativa para o presente trabalho.

Resumidamente, foi constatada a existência dos desequilíbrios globais, caracterizados pelo fato de países em desenvolvimento estarem financiando o déficit em conta corrente das economias avançadas, em especial dos Estados Unidos. O fenômeno decorre do fato de que alguns países estarem acumulando sucessivos superávits comerciais, contribuindo para a existência de um excesso global de poupança. Esse “excesso de demanda” por instrumentos financeiros emitidos nas economias avançadas estaria pressionando para baixo as suas respectivas taxas de juros, permitindo o financiamento dos referidos déficits a um custo significativamente reduzido.

Tais desequilíbrios em escala global foram viabilizados pela livre mobilidade de capitais, observando-se simultaneamente o aumento da liberalização financeira *De Facto* quanto o *De Jure* e o aumento na busca de retornos cada vez maiores por parte das economias avançadas, caracterizando o processo de realocação de riscos. Adicionalmente, verificou-se que o efeito avaliação tem permitido que os Estados Unidos suportem déficits comerciais elevados e crescentes a um custo baixo. Por fim, estabeleceu-se a relação positiva entre desenvolvimento econômico e qualidade institucional, observando-se que essa relação também está presente quando considerada relação entre instituições e a liberalização financeira. Tal aspecto fundamentou a hipótese de pesquisa.

O segundo capítulo teve o objetivo de discutir e medir os efeitos dos fluxos internacionais de capitais sobre o desempenho econômico nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento com ênfase para o papel das instituições. Para isso, foi feita uma revisão da literatura teórica e empírica sobre o tema e foram avaliados os efeitos macroeconômicos dos respectivos fluxos incorporando na análise o período pós Grande Recessão

Em resumo, concluiu-se com base nas evidências presentes na literatura que os fluxos de capitais tenderiam a desenvolver resultados positivos mais consistentes em termos de produto per capita apenas em países com determinado nível – ou limiar – de capital humano, abertura comercial, qualidade institucional e desenvolvimento financeiro. Adicionalmente, constatou-se que instrumentos de dívida – *debt* – estariam associados à expansão de crédito doméstico, de modo que tais evidências não estariam totalmente de acordo com os modelos teóricos apresentados.

Com base nas evidências produzidas, constatou-se que os influxos internacionais de capitais não foram incondicionalmente pró-crescimento, dado que os países em questão deveriam alcançar determinados limiares de desenvolvimento financeiro e institucional para obter tal benefício. Constatou-se a existência de dois os mecanismos distintos pelos quais tais fluxos atuam sobre o produto, um deles direto e negativo, outro indireto e positivo – por meio de instituições e do desenvolvimento financeiro.

Por fim, concluiu-se que instituições foram o fator fundamental no processo de integração financeira. Se por um lado se obteve evidência de que os benefícios dos influxos em termos de produto são maiores em países com mais elevada qualidade institucional e desenvolvimento financeiro, por outro se constatou que as instituições são fator determinante para o desenvolvimento do próprio mercado de crédito, que esse está associando esse à expansão no consumo de bens não comercializáveis. Assim, considerando a associação entre

fluxos de capitais e desempenho econômico, concluiu-se que instituições corresponderam ao fator determinante para que os benefícios, que são preconizados pela teoria econômica, sejam alcançados empiricamente.

O terceiro capítulo teve o objetivo de discutir qual o papel desempenhado pelos controles de capitais e medir seus principais efeitos sobre os influxos nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento. Para isso, foi feita uma breve revisão da literatura teórica e empírica sobre o tema e avaliada a inter-relação dos controles com o componente institucional. Para isso foi utilizada a base de dados de controles de capitais desenvolvida por Fernández et al. (2016) e incorporado o período de alta liquidez internacional na amostra.

Em linhas gerais, concluiu-se com base na revisão da literatura que existe um pequeno número de estudos denominados multi-países que buscavam avaliar os efeitos dos controles de capitais, de modo que evidência disponível indicou que controles seriam capazes de alterar não apenas os volumes dos influxos, mas também a sua composição em benefício dos influxos de longo prazo. Tal evidência estava em concordância com o modelo teórico de portfólio com diversificação de carteira utilizado para fundamentar as hipóteses de pesquisa.

Entretanto, verificou-se com base nas evidências produzidas que os resultados não respaldaram completamente as hipóteses do referido modelo. Concluiu-se que controles de capitais não foram capazes de mitigar a entrada de fluxos classificados como *Bonds* e *Non-Bonds*, nem mesmo de alterar a sua composição. Esse resultado fragilizou a conclusão do próprio modelo de que controles seriam adicionalmente eficazes para mitigar eventual pressão exercida pelos influxos de capitais sobre a taxa de câmbio e a independência da política monetária.

Os resultados, de fato, indicaram a existência de efetivos quando os influxos foram classificados por categoria funcional. Entretanto, os mesmos se mostraram paradoxais, visto que geraram evidências que são diametralmente diferentes daquelas observadas na revisão da literatura. Em linhas gerais, constatou-se que os controles de capitais foram capazes de conter influxos de Investimento Direto, caracterizados por serem de longo prazo, mas estimulavam a entrada de Outros Investimentos, usualmente considerados de curto prazo.

Complementarmente, concluiu-se que determinadas categorias de controles contribuíram simultaneamente para reduzir as entradas de Investimento Direto e estimular as de Outros Investimentos. Nesse caso, a alteração da composição foi no sentido contrário daquela obtida pela evidência presente na literatura consultada e do modelo teórico, que fundamentalmente respaldava e justificava o uso de controles de capitais. Por fim, apesar de Instituições terem

sido novamente caracterizadas com o principal determinante dos influxos, não foi obtida qualquer evidência que corrobore a hipótese da existência de limiares institucionais.

O quarto e último capítulo teve o objetivo de avaliar os efeitos macroeconômicos dos fluxos de capitais no Brasil no período posterior à Grande Recessão. A questão fundamental foi integrar os temas discutidos nos capítulos anteriores e realizar uma análise sobre o país, apresentando novas evidências empíricas. Nesse contexto, a análise foi baseada fundamentalmente na compilação dos dados e testes estatísticos que caracterizam o desempenho do país no período em questão, com especial destaque para o setor externo.

De um modo geral, a análise descritiva sobre o Brasil e os mercados emergentes permitiu verificar que o país acumulou sucessivos e significativos déficits em sua conta corrente no período posterior à Grande Recessão, elevados inclusive quando comparado àqueles apresentados por seus pares. Tais resultados teriam sido gerados fundamentalmente pelo resultado da Balança Comercial, cujo desempenho apresentou uma mudança significativa após a crise internacional, fator considerado determinante para o mau desempenho econômico observado, culminando na Grande Depressão Brasileira de 2015-2016

O método do controle sintético permitiu realizar um experimento contrafactual, indicando que o desempenho do país teria sido melhor não apenas em termos de crescimento do produto, mas também com relação ao setor externo, de modo que, por fim, a severa crise econômica que atingiu o país poderia ter sido evitada. Uma vez constatado que o desequilíbrio externo e a queda no produto haviam sido gerados internamente, visto que o controle sintético apresentou comportamento diferente, foram investigados os fatores que determinaram esse desempenho. Por meio de uma análise descritiva, concluiu-se que, a partir de 2009, o uso excessivo das políticas fiscal e monetária expansionistas, bem como políticas contraditórias envolvendo controles de capitais, foi responsável pelos resultados em questão. Concluiu

Por fim, concluiu-se que a causa fundamental para o resultado em questão foi a deterioração institucional observada no período. Apesar não os índices de qualidade institucional não terem captado claramente esse declínio, a análise das variáveis conceitualmente relacionadas às decisões de política macroeconômica evidenciou que a deterioração institucional foi fator determinante da derrocada da economia brasileira.

Na apreciação final do tema, concluiu-se que foi contemplada a principal contribuição desta tese, que consistiu em compilar o entendimento teórico e empírico sobre o assunto em questão e produzir evidências capazes de subsidiar os *policy makers* na formulação de diretrizes e ações públicas com intuito de promover maior estabilidade macroeconômica e crescimento. Entende-se que, com base no presente trabalho, obteve-se a compreensão de

forma ainda mais satisfatória entra relação entre os movimentos de capitais, instituições e seus efeitos macroeconômicos, mesmo que não tenha sido possível apresentar evidências que corroborassem definitivamente as principais previsões que os modelos teóricos.

REFERÊNCIAS

- ABADIE, A.; GARDEAZABAL, J. The Economic Costs of Conflict: a case study of the Basque Country. **American Economic Review**, v. 93, n. 1, p. 113-132, 2003.
- ABADIE, A.; DIAMOND, A.; HAINMUELLER, J. Synthetic Control Methods for Comparative Case Studies: estimating the effect of California's tobacco control program. **Journal of the American statistical Association**, v. 105, n. 490, p. 493-505, 2010.
- ABADIE, A.; DIAMOND, A.; HAINMUELLER, J. Comparative Politics and the Synthetic Control Method. **American Journal of Political Science**, v. 59, n. 2, p. 495-510, 2015.
- ACEMOGLU, D. **Introduction to Modern Economic Growth**. New Jersey: Princeton University Press, 2009.
- ACEMOGLU, D. **Political Economy Lecture Notes**. 2013. Disponível em: <<http://www.econlib.org/library/Enc/InternationalCapitalFlows.html>>. Acesso em: 10 de fev. 2017.
- ACEMOGLU, D. et al. Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: volatility, crises and growth. **Journal of Monetary Economics**, v. 50, n. 1, p. 49-123, 2003.
- ACEMOGLU, D.; JOHNSON, S.; ROBINSON, J. A. Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 117, n. 4, p. 1231-1294, 2002.
- ACEMOGLU, D.; JOHNSON, S.; ROBINSON, J. Institutions, Volatility, and Crises. In: **Growth and Productivity in East Asia, NBER-East Asia Seminar on Economics, Volume 13**. University Of Chicago Press, 2004. p. 71-108.
- ACEMOGLU, D.; JOHNSON, S.; ROBINSON, J. A. Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth. **Handbook of economic growth**, v. 1, p. 385-472, 2005.
- ACEMOGLU, D.; ROBINSON, J. A. The Colonial Origins of Comparative Development: an empirical investigation. **The American Economic Review**, v. 91, n. 5, p. 1369-1401, 2001.
- ACEMOGLU, D.; ROBINSON, J. A. **Why Nations Fail: the origins of power, prosperity, and poverty**. Crown Business, 2012.
- AHMED, S.; ZLATE, A. Capital Flows to Emerging Market Economies: a brave new world? **Journal of International Money and Finance**, v. 48, p. 221-248, 2014.
- AIZENMAN, J.; JINJARAK, Y.; PARK, D. Capital Flows and Economic Growth in the Era of Financial Integration and Crisis, 1990–2010. **Open Economies Review**, v. 24, n. 3, p. 371-396, 2013.
- ALESINA, A. et al. Fractionalization. **Journal of Economic growth**, v. 8, n. 2, p. 155-194, 2003.

ALFARO, L. et al. FDI and Economic Growth: the role of local financial markets. **Journal of International Economics**, v. 64, n. 1, p. 89-112, 2004.

ALFARO, L.; CHARLTON, A. Growth and the Quality of Foreign Direct Investment. In: **The Industrial Policy Revolution I**. London: Palgrave Macmillan p. 162-204, 2013.

ALFARO, L.; KALEMLI-OZCAN, S.; VOLOSOVYCH, V. Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An empirical investigation. **The Review of Economics and Statistics**, v. 90, n. 2, p. 347-368, 2008.

ARELLANO, M.; BOVER, O. Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models. **Journal of Econometrics**, v. 68, n. 1, p. 29-51, 1995.

ARTETA, C.; EICHENGREEN, B.; WYPLOSZ, C. When Does Capital Account Liberalization Helps More Than it Hurts? **NBER Working Paper**, n. w8414, p. 1-39, 2001.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Sistema Gerador de Séries Temporais**, BACEN: Brasília, 2018.

BARRO, R. J.; MANKIW, N. G.; SALA-I-MARTIN, X. Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth. **The American Economic Review**, v. 85, n. 1, p. 103-115, 1995.

BEKAERT, G.; HARVEY, C. R.; LUNDBLAD, C. Does Financial Liberalization Spur Growth? **Journal of Financial Economics**, v. 77, n. 1, p. 3-55, 2005.

BERNANKE, B. **The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit**, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 2005. Disponível em: < <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>>. Acesso: 20 de mar. 2017.

BAUMANN, B. A.; GALLAGHER, K. P. Navigating Capital Flows in Brazil and Chile. In: **Taming Capital Flows: Capital Account Management in an Era of Globalization**. London: Palgrave Macmillan, p. 93-122, 2015.

BHAGWATI, J. The capital myth: the difference between trade in widgets and dollars. **Foreign Affairs**, v. 77, n. 3, p. 7-12, 1998.

BINICI, M.; HUTCHISON, M.; SCHINDLER, M. Controlling Capital? Legal restrictions and the asset composition of international financial flows. **Journal of International Money and Finance**, v. 29, n. 4, p. 666-684, 2010.

BLANCHARD, O. J. **Macroeconomics**. 7th Boston: Pearson, 7th edition, 2017, 572 p.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. Rethinking macroeconomic policy. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 42, n. s1, p. 199-215, 2010.

BLANCHARD, O. J. et al. **In the Wake of the Crisis: leading economists reassess economic policy**. MIT Press, 2012, 239 p.

BLANCHARD, O. J et al. **What Have We Learned?:** Macroeconomic Policy after the Crisis. MIT Press, 2014, 359 p.

BLANCHARD, O. J. et al. Are Capital Inflows Expansionary or Contractionary? Theory, policy implications and some evidence. **NBER Working Paper**, n. w21619, p. 1-23, 2015.

BLANCHARD, O. J. et al. Do Capital Flows Need to be Tamed? Capital Flows: expansionary or contractionary? **American Economic Review**, v. 106, n. 5, p. 565-569, 2016.

BLANCHARD, O. J et al. **Progress and Confusion:** the state of macroeconomic policy. MIT Press, 2016, 276 p.

BLANCHARD, O. J.; FISCHER, S. **Lectures on macroeconomics.** MIT Press, 1989, 650 p.

BLUNDELL, R.; BOND, S. Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models. **Journal of Econometrics**, v. 87, n. 1, p. 115-143, 1998

BORENSZTEIN, E.; DE GREGORIO, J.; LEE, J. W. How does foreign direct investment affect economic growth? **Journal of International Economics**, v. 45, n. 1, p. 115-135, 1998.
BRONER, F. et al. Gross Capital Flows: dynamics and crises. **Journal of Monetary Economics**, v. 60, n. 1, p. 113-133, 2013.

BUCHANAN, B. G.; LE, Q. V.; RISHI, M. Foreign direct investment and institutional quality: Some empirical evidence. **International Review of Financial Analysis**, v. 21, p. 81-89, 2012.

BURNSIDE, C.; EICHENBAUM, M.; REBELO, S. Government Guarantees and Self-Fulfilling Speculative Attacks. **Journal of Economic Theory**, v. 119, n. 1, p. 31-63, 2004.

CALDEIRA, J. **História da Riqueza no Brasil:** cinco séculos de pessoas, costumes e governos. Estação Brasil, 2017, 621 p.

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. **Microeconometrics:** methods and applications. Cambridge University Press, 2005, 1034 p.

CAPRIO, G. et al. **The evidence and impact of financial globalization.** Academic Press, 2012, 781 p.

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

CARRASCO, V.; DE MELLO, J. M.P.; DUARTE, I. A década perdida: 2003–2012. **Texto para Discussão**, n. 626, p. 1-136, 2014.

CARVALHO, B. S. de M.; GARCIA, M. G. P. Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the nineties. In: **Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets.** University of Chicago Press. p. 29-96, 2008.

CHAMON, M.; GARCIA, M. Capital controls in Brazil: effective? **Journal of International Money and Finance**, v. 61, p. 163-187, 2016.

CHAMON, M.; GARCIA, M.; SOUZA, L. FX interventions in Brazil: a synthetic control approach. **Journal of International Economics**, v. 108, p. 157-168, 2017.

CHANG, R.; VELASCO, A. Financial fragility and the exchange rate regime. **Journal of Economic theory**, v. 92, n. 1, p. 1-34, 2000.

CHANG, R.; VELASCO, A. A model of financial crises in emerging markets, **The Quarterly Journal of Economics**, v. 116, n. 2, p. 489-517, 2001.

CHINN, M. D.; ITO, H. What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions and Interactions, **Journal of Development Economics**, n. 81, n.1, p. 163-192, 2006.

CLAESSENS, S. An Overview of Macroprudential Policy Tools. **IMF Working Papers**, n. 14.214, p. 1-37, 2014.

CORSETTI, G.; PESENTI, P.; ROUBINI, N.. Paper tigers?: A model of the Asian crisis. **European Economic Review**, v. 43, n. 7, p. 1211-1236, 1999.

COYNE, C. J.; LEESON, P. T. Plight of Underdeveloped Countries, The. **Cato Journal**, v. 24, n. 3, p. 235-249, 2004.

DAMASCENO, A. O. Integração Financeira e Crescimento Econômico: teoria, evidência e política. **Economia e Sociedade**, v. 21, n. 3, p. 521-558, 2012.

DAMASCENO, A. O. Fluxos de Capitais e Crescimento Econômico nos Países em Desenvolvimento. **Estudos Econômicos**, vol. 43, n.4, p.773-811, 2013.

DORNBUSCH, R. Expectations and exchange rate dynamics. **Journal of Political Economy**, v. 84, n. 6, p. 1161-1176, 1976.

DORNBUSCH, R. et al. Currency crises and collapses. **Brookings Papers on Economic Activity**, v. 1995, n. 2, p. 219-293, 1995.

DURHAM, J. B. Absorptive Capacity and the Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth. **European Economic Review**, v. 48, n. 2, p. 285-306, 2004.

EDISON, H.; REINHART, C. M. Stopping Hot Money. **Journal of Development Economics**, v. 66, n. 2, p. 533-553, 2001.

EDISON, H. J. et al. International financial integration and economic growth. **Journal of International Money and Finance**, v. 21, n. 6, p. 749-776, 2002

EDISON, H. J. et al. Capital Account Liberalization and Economic Performance: survey and synthesis. **IMF Staff Papers**, v. 51, n. 2, p. 220-256, 2004.

EDWARDS, S. Crises and Growth: a Latin American perspective. **NBER Working Paper**, n. w13019, p. 1-41, 2007

EGGERTSSON, G. B.; MEHROTRA, N. R.; SUMMERS, L. H. Secular Stagnation in the Open Economy. **NBER Working Paper**, n. w22172, p. 1-14, 2016.

EGGERTSSON, G. B. et al. A Contagious Malady? Open Economy Dimensions of Secular Stagnation. **IMF Economic Review**, v. 64, n. 4, p. 581-634, 2016.

EICHENGREEN, B. Capital account liberalization: What do cross-country studies tell us? **The World Bank Economic Review**, v. 15, n. 3, p. 341-365, 2001.

EICHENGREEN, B.; GUPTA, P. Managing Sudden Stops. **World Bank Policy Research Working Paper**, n. 7639, p. 1-35, 2016.

FEENSTRA, R. C.; TAYLOR, A. M. Balance of Payments I: the gains from financial globalization. In: FEENSTRA, R. C.; TAYLOR, A. M. **International Macroeconomics**. New York: Worth, 2012. Chap. 6, p. 199-252.

FEENSTRA, R. C.; INKLAAR, R.; TIMMER, M. P. The Next Generation of the Penn World Table. **American Economic Review**, v. 105, n. 10, p. 3150-3182, (2015).

FERNÁNDEZ, A.; KLEIN, M.; REBUCCI, A.; SCHINDLER, M.; URIBE, M. Capital Controls Measures: a new dataset. **IMF Economic Review**, v. 64, n. 3, p. 548-574, 2016.

FISCHER, S. Capital Account Liberalization and the Role of the IMF. **Conference on Development of Securities Markets in Emerging Markets**, p. 1-12, 1997.

FLEMING, J. M. Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates. **IMF Staff Papers**, v. 9, n. 3, p. 369-380, 1962.

FLOOD, R. P.; GARBER, P. M. Collapsing exchange-rate regimes: some linear examples. **Journal of international Economics**, v. 17, n. 1-2, p. 1-13, 1984.

FORBES, K. et al. Bubble thy Neighbour: portfolio effects and externalities from capital controls. **Journal of International Economics**, v. 99, p. 85-104, 2016.

FRIEDMAN, M. **Theory of Consumption Function**. Princeton University Press, 1st edition, 1957, 259 p.

GANDOLFO, G. **International Finance and Open-Economy Macroeconomics**. Springer Berlin Heidelberg, 2nd edition, 2016, 681 p.

GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. Capital Flows and Controls in Brazil: What Have We Learned? In: **Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies**: policies, practices and consequences. University of Chicago Press, p. 349-420, 2007.

GOURINHAS, P. O.; REY, H. External Adjustment, Global Imbalances, Valuation Effects. In: **Handbook of International Economics**, Volume 4. Oxford: Elsevier, 2014. p. 585-645.

GREENE, W. H. **Econometric Analysis**. 7th Edition, London: Pearson, 2012, 1237 p.

GRILLI, V.; MILESI-FERRETTI, G. M. Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls. **IMF Staff Papers**, v. 42, n. 3, 1995.

HALL, R. E.; JONES, C. I. Why do some countries produce so much more output per worker than others? **The Quarterly Journal of Economics**, v. 114, n. 1, p. 83-116, 1999.

HAYAKAWA, K. A Simple Efficient Instrumental Variable Estimator for Panel AR(p) Models When Both N and T are large. **Econometric Theory**, v. 25, n. 3, p. 873-890, 2009.

HAYEK, F. A. **The Constitution of Liberty**. University of Chicago Press, 1960.

HODRICK, R. J.; PRESCOTT, E. C. Postwar US Business Cycles: an empirical investigation. **Journal of Money, Credit, and Banking**, p. 1-16, 1997.

HOFMANN, P. The Impact of FDI on Technological Change and Long-Run Growth. In: HOFMANN, P. **The Impact of International Trade and FDI on Economic Growth and Technological Change**. Berlin Heidelberg: Springer-Verlag, Chap. 4, p. 101-169, 2013.

HSIAO, C. **Analysis of Panel Data**. Cambridge University Press, 2014, 539 p.

HUME, D. Of the balance of trade. **The gold standard in theory and history**, p. 330-341, 1752.

KALEMLI-ÖZCAN, S.; REINHART, C.; ROGOFF, K. Sovereign Debt and Financial Crisis. **Journal of the European Economic Association**, v.14, n. 1, p. 1-6, 2016.

KAMINSKY, G. L.; RINHART, C. M.; VÉGH, C. A. When it Rains, it Pours: procyclical capital flows and macroeconomic policies. In: **NBER Macroeconomics Annual 2004**, v. 19, MIT Press, p. 11-82, 2005.

KAPLAN, T.; RODRICK, D. Did the Malaysian Capital Controls Work? **NBER Working Paper**, n. w8142, p. 1-49, 2001.

KLEIN, M. W. Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: theory and evidence. **NBER Working Paper**, n. w11112, p. 1-39, 2005.

KORINEK, A. The New Economics of Prudential Capital Controls: a research agenda. **IMF Economic Review**, v. 59, n. 3, p. 523-561, 2011.

KORINEK, A.; SANDRI, D. Capital Controls or Macroprudential Regulation? **Journal of International Economics**, v. 99, p. s27-s42, 2016.

KOSE, M. A. et al. Financial globalization: a reappraisal. **IMF Staff Papers**, v. 56, n. 1, p. 8-62, 2009.

KOSE, M. A. et al. Financial Globalization and Economic Policies. In: RODRIK, D.; ROSENZWEING, M (Eds.). **Handbook of Development Economics – Volume 5**. Elsevier, p. 4283-4362, 2010

KOSE, M. A.; PRASAD, E. S.; TAYLOR, A. D. Thresholds in the Process of International Financial Integration. **Journal of International Money and Finance**, v. 30, n. 1, p. 147-179, 2011.

KRUGMAN, P. A model of balance-of-payments crises. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 11, n. 3, p. 311-325, 1979.

KRUGMAN, Paul. Are Currency Crises Self-Fulfilling? In: **NBER Macroeconomics Annual 1996, Volume 11**. MIT Press, 1996. p. 345-407.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **Balance of Payments and International Investment Position Manual**: sixth edition (BPM6), Washington, D.C., 2009, 351 p.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **The Liberalization and Management of Capital Flows**: an institutional view. IMF, v. 14, 2012. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>>. Acesso em: 04 de ago. 2016.

INTERNATIONAL NONETARY FUND (IMF). **International Financial Statistics**. Washington, 2017.

INTERNATIONAL NONETARY FUND (IMF). **International Financial Statistics**. Washington, 2018.

INTERNATIONAL NONETARY FUND (IMF). **Historical Public Debt Database**. Washington, 2017.

JINJARAK, Y.; NOY, I.; ZHENG, H. Capital controls in Brazil—Stemming a tide with a signal? **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 8, p. 2938-2952, 2013.

JOHNSON, S. et al. Corporate governance in the Asian financial crisis. **Journal of financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 141-186, 2000.

LA PORTA, R. et al. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R. et al. Legal determinants of external finance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997

LANE, P. R.; MCQUADE, P. Domestic Credit Growth and International Capital Flows. **Scandinavian Journal of Economics**, v. 116, n. 1, p. 218-252, 2014.

LANE, P. R.; MILESI-FERRETTI, G. M. The External Wealth of Nations Mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004. **Journal of International Economics**, v. 73, n. 2, p. 223-250, 2007.

LI, J.; RAJAN, R. S. Do Capital Controls Make Gross Equity Flows to Emerging Markets Less Volatile? **Journal of International Money and Finance**, v. 59, p. 200-244, 2015.

LO, S.; ROGOFF, K. Secular Stagnation, Debt Overhang and Other Rationales for Sluggish Growth, Six Years On. **BIS Working Paper**, n. 482, p. 1-28, 2015.

LUCAS, Robert E. Why doesn't capital flow from rich to poor countries? **The American Economic Review**, v. 80, n. 2, p. 92-96, 1990.

MAGUD, N; REINHART, C. M. Capital Controls: an evaluation. **NBER Working Paper**, n. w11973, p. 1-38, 2005.

MAGUD, N; REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. Capital Controls: myth and reality – a portfolio balance approach. **NBER Working Paper**, n. w16805, p. 1-46, 2011.

MAS-COLELL, A.; WHINSTON, M. D.; GREEN, J. R. **Microeconomic Theory**. 1st ed., Oxford University Press, 2005, 981 p.

MÉNARD, C.; SHIRLEY, Mary M. (Ed.). **Handbook of New Institutional Economics**. 1st ed., Dordrecht: Springer, 2005, 884 p.

MINIANE, J.; ROGERS, J. H. Capital Controls and the International Transmission of US Money Shocks. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 39, n. 5, p. 1003-1035, 2007.

MISHKIN, F. S. Why we shouldn't turn our backs on financial globalization. **IMF Staff Papers**, v. 56, n. 1, p. 139-170, 2009.

MONTIEL, P. REINHART, C. M. Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s. **Journal of International Money and Finance**, v. 18, n. 4, p.649-635, 1999.

MORAN, T. H.; GRAHAM, E. M.; BLOMSTRÖM, M. **Does Foreign Direct Investment Promote Development?** Peterson Institute, 2005, 395 p.

MUNDELL, R. A. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. **The Canadian Journal of Economics and Political Science**, v. 29, n. 4, p. 475-485, 1963.

NORTH, D. C. Institutions. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 5, n. 1, p. 97-112, 1991.

NORTH, D. C.; WEINGAST, B. R. Constitutions and Commitment: the evolution of institutional governing public choice in seventeenth-century. **The Journal of Economic History**, v. 49, n. 4, p. 803-832, 1989.

NORTH, D. C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. Cambridge University Press, 1990, 151 p.

OBSTFELD, M. Rational and Self-fulfilling Balance-of-Payments Crises. **American Economic Review**, v. 76, n. 1, p. 72-81, 1986.

OBSTFELD, M. The Logic of Currency Crises. Cahiers Economiques et Monétaires No. 43. **Banque de France**, p. 189-213, 1994.

OBSTFELD, M. International finance and growth in developing countries: what have we learned? **IMF staff papers**, v. 56, n. 1, p. 63-111, 2009.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD) **Long-term Interest Rates**. OECD: Paris, 2017. Disponível em: < <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>>. Acesso em: 23 de abr. 2017.

OKADA, K. The Interaction Effects of Financial Openness and Institutions on International Capital Flows. **Journal of Macroeconomics**, v. 35, p. 131-143, 2013.

OSTRY, J. D. et al. Capital Inflows: the role of controls. **IMF Staff Position Note**, p. 1-30, 2010.

OSTRY, J. D. et al. Capital Controls: when and why? **IMF Economic Review**, v. 59, n. 3, p. 562-580, 2011.

OSTRY, Jonathan D. et al. Tools for Managing Financial-Stability Risks from Capital Inflows. **Journal of International Economics**, v. 88, n. 2, p. 407-421, 2012.

OSTRY, J. D.; LOUNGANI, P.; FURCERI, D. Neoliberalism: Oversold? **Finance e Development**, v. 53, n. 2, p. 38-41, 2016.

OTT, M. International Capital Flows. In: **The Concise Encyclopedia of Economics**. 2017. Disponível em: < <http://www.econlib.org/library/Enc/InternationalCapitalFlows.html>>. Acesso em: 23 de abr. 2017.

PRASAD, E. S. et al. Effects of Financial Globalization on Developing Countries: some empirical evidence, **IMF Occasional Paper**, n. 220, p. 1-54, 2003.

PRS GROUP. **International Country Risk Guide**. PRS Group, New York, 2016.

QUINN, D. The Correlates of Change in International Financial Regulation. **American Political Science Review**, v. 91, n. 3, p. 531-551, 1997.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. Which capitalism? Lessons from the east Asian crisis. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 11, n. 3, p. 40-48, 1998.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. The Great Reversals: the politics of financial development in the twentieth century. **Journal of Financial Economics**, v. 69, n. 1, p. 5-50, 2003.

RAVN, M. O.; UHLIG, H. On Adjusting the Hodrick-Prescott Filter for the Frequency of Observations. **Review of Economics and Statistics**, v. 84, n. 2, p. 371-376, 2002.

REINHART, C.; REINHART, V. R. Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present. In: **NBER International Seminar on Macroeconomics 2008**. University of Chicago Press, p. 9-62, 2009.

REINHART, C. M.; REINHART, V. R. Financial Crises, Development, and Growth: a long-term perspective. **The World Bank Economic Review**, v. 29, n. 1, p. S53-S76, 2015.

REINHART, C. M.; REINHART, V. R.; ROGOFF, K. S. Public debt overhangs: advanced-economy episodes since 1800. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 26, n. 3, p. 69-86, 2012.

REINHART, C. M.; REINHART, V.; TREBESCH, C. Global Cycles: Capital Flows, Commodities, and Sovereign Defaults, 1815-2015. **NBER Working Paper**, n. w21958, p. 1-15, 2016.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. Serial Default and the " Paradox" of Rich-to-Poor Capital Flows. **The American Economic Review**, v. 94, n. 2, p. 53-58, 2004.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. **This Time is Different: eight centuries of financial folly**. Princeton University Press, 2009, 463 p.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. Financial and Sovereign Debt Crises: some lessons learned and those forgotten. **IMF Working Paper**, n. WP/13/266, p. 1-23, 2013.

REINHART, C. M.; SMITH, T. Too Much of a Good Thing: the macroeconomic effects of taxing capital inflows. In: **Managing Capital Flows and Exchange Rate**. 1998. Disponível em: < <http://www.mpra.ub.uni-muenchen.de/13234/>>. Acesso em: 16 de ago. 2017.

REINHART, C. M.; SMITH, T. Temporary Controls on Capital Inflows. **Journal of International Economics**, v. 57, n. 2, p. 327-351, 2002.

REISEN, H.; SOTO, M. Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth? **International Finance**, v. 4, n. 1, p. 1-14, 2001.

REY, H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. **NBER Working Paper**, n. w21162, p. 1-42, 2015.

RODRIK, D. et al. Who needs capital-account convertibility? **Essays in international Finance**, n. 207, p. 55-65, 1998.

RODRIK, D.; SUBRAMANIAN, A.; TREBBI, F. Institutions Rule: the primacy of Institutions over geography and integration in economic development. **Journal of Economic Growth**, v. 9, n. 2, p. 131-165, 2004

ROGOFF, K. S. Straight talk-rethinking Capital Controls: when should we keep an open mind. **Finance & development**, v. 39, n. 4, p. 55-56, 2002

ROJEC, M; KNELL, M. Why Is There a Lack of Evidence on Knowledge spillovers from Foreign Direct Investment? **Journal of Economic Surveys**, v. 0, n. 0, p. 1-34, 2017.

ROODMAN, D. How to Do xtabond2: an Introduction to difference and system GMM in Stata. **Stata Journal**, v. 9, n. 1, p.86-136, 2009a.

ROODMAN, D. A Note on the Theme of Too Many Instruments. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, v. 71, n.1, p.135-158, 2009b.

SACHS, J. C.; LARRIN, F. **Macroeconomia em uma Economia Global**. São Paulo: Pearson, 2000.

STIGLITZ, J. E. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. **World Development**, v. 28, n. 6, p. 1075-1086, 2000.

STIGLITZ, J. E. **Globalization and its Discontents**. New York: Norton, 2002.

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

SUMMERS, L. H. Why stagnation might prove to be the new normal. **Financial Times**, v. 15, 2013.

SUMMERS, L. H. Secular Stagnation and Monetary Policy. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, v. 98, n. 2, p. 93-110, 2016a.

SUMMERS, L. H. The age of secular stagnation: what it is and what to do about it. **Foreign Affairs**, v. 95, p. 2, 2016b.

TAYLOR, J. B. Discretion versus Policy Rules in Practice. In: **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**. North-Holland, p. 195-214, 1993.

TERRA, C. **Principles of International Finance and Open Economy Macroeconomics: theories, applications, and policies**. London: Academic Press, 2015.

URIBE, M.; SCHMITT-GROHÉ, S. **Open Economy Macroeconomics**. New Jersey: Princeton University Press, 2017.

VÉGH, C. A. **Open Economy Macroeconomics in Developing Countries**. Cambridge: The MIT Press, 2013.

WINDMEIJER, F. A Finite Sample Correction for the Variance of Linear Efficient Two-Step GMM Estimators. **Journal of Econometrics**, v. 126, n. 1, p. 25-51, 2005.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. Cambridge: MIT Press, 2010.

WORLD BANK. **World Development Indicators**. Washington, 2017.

WORLD BANK. **World Development Indicators**. Washington, 2018.

ANEXO A – DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS E RESPECTIVAS FONTES

Quadro A.1 – Descrição das Variáveis Utilizadas e Respectivas Fontes

VARIÁVEIS	DESCRIÇÃO	FONTE
Crescimento do PIB real per capita	Taxa de crescimento do PIB real per capita (%), incluída na equação de crescimento como a média para cada período de cinco anos não sobrepostos. O PIB per capita está em PPP constante de 2011.	Feenstra, Inklaar e Timmer (2015) PWT 9.0
PIB Inicial	Nível do PIB real per capita, incluído na equação de crescimento como o logaritmo natural do ano inicial de cada período de cinco anos. O PIB per capita está em PPP constante de 2011.	Feenstra, Inklaar e Timmer (2015) PWT 9.0
Crescimento do Crédito	Taxa de crescimento do Crédito (%), incluída na equação de crescimento como a média para cada período de cinco anos não sobrepostos. O Crédito está em proporção do PIB corrente.	World Development Indicators (2017)
Crédito Inicial	Nível do Crédito, incluído na equação de crescimento como o logaritmo natural do ano inicial de cada período de cinco anos não sobrepostos. O Crédito está em proporção do PIB corrente.	World Development Indicators (2017)
Variação dos Termos de Troca	Razão entre o total exportado e o total importando, incluído na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos. Está em US\$ correntes.	International Financial Statistic (2017)
Variação do Índice de Termos de Troca	Variação do índice de termos de troca (%), incluído na equação de crescimento como a média anual para cada período de cinco anos não sobrepostos.	World Development Indicators (2017)
Abertura Comercial	Soma do total exportado e o total importando como proporção do PIB, incluído na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos. Está em US\$ correntes.	International Financial Statistics (2017)
Dívida/PIB	Nível da dívida pública como proporção do PIB, incluído na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	Historical Public Debt Database (2017)
Crescimento Populacional	Taxa de crescimento da população, incluída na equação de crescimento como a média para cada período de cinco anos não sobrepostos.	Feenstra, Inklaar e Timmer (2015) PWT 9.0
Investimento	Diferença no estoque de capital real como proporção do PIB, incluído na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	Feenstra, Inklaar e Timmer (2015) PWT 9.0
Capital Humano	Índice que avalia a taxa de retorno da educação, incluído na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	Feenstra, Inklaar e Timmer (2015) PWT 9.0
Instituições	Média ponderada dos índices que controlam a qualidade do ambiente institucional, incluído na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	International Country Risk Guide (2016)
Abertura Financeira	Soma dos ativos e passivos externos brutos como proporção do PIB, incluído na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	International Financial Statistics (2017)
Influxos Totais	Soma do passivo externo brutos como proporção do PIB, incluído na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	International Financial Statistics (2017)
Investimento Direto	Soma dos influxos brutos de investimento direto como proporção do PIB, incluído na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	International Financial Statistics (2017)
Investimento em Carteira	Soma dos influxos brutos de investimento em carteira como proporção do PIB, incluído na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	International Financial Statistics (2017)
Outros Investimentos	Soma dos influxos brutos de investimento em outros investimentos como proporção do PIB, incluído na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	International Financial Statistics (2017)
Dívida (<i>Debt</i>)	Soma dos influxos brutos de dívida (<i>Debt</i>) proporção do PIB, incluído na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	International Financial Statistics (2017)
Não-Dívida (<i>Equities</i>)	Soma dos influxos brutos de não dívida (<i>Equities</i>) proporção do PIB, incluído na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	International Financial Statistics (2017)

Fonte: elaborado pelo autor.

ANEXO B – DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NO CAPÍTULO III E RESPECTIVAS FONTES

Quadro B.1 – Descrição das Variáveis Utilizadas e Respectivas Fontes

VARIÁVEIS	DESCRIÇÃO	FONTE
Influxos Totais	Soma do passivo externo bruto como proporção do PIB, incluído como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	International Financial Statistics (2017)
Influxos Totais Inicial	Soma do passivo externo bruto como proporção do PIB defasado em um período, incluído como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	International Financial Statistics (2017)
Investimento Direto	Soma dos influxos brutos de investimento direto como proporção do PIB, incluído como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	International Financial Statistics (2017)
Investimento Direto Inicial	Soma dos influxos brutos de investimento direto como proporção do PIB defasado em um período, incluído como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	International Financial Statistics (2017)
Investimento em Carteira	Soma dos influxos brutos de investimento em carteira como proporção do PIB, incluído como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	International Financial Statistics (2017)
Investimento em Carteira Inicial	Soma dos influxos brutos de investimento em carteira como proporção do PIB defasado em um período, incluído como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	International Financial Statistics (2017)
Outros Investimentos	Soma dos influxos brutos de derivativos e outros investimento como proporção do PIB, incluído como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	International Financial Statistics (2017)
Outros Investimentos Inicial	Soma dos influxos brutos de derivativos e outros investimento como proporção do PIB defasado em um período, incluído como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	International Financial Statistics (2017)
<i>Bonds</i>	Soma dos influxos brutos de dívida e derivativos proporção do PIB, incluído na equação como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos	International Financial Statistics (2017)
<i>Bonds</i> Inicial	Soma dos influxos brutos de dívida e derivativos proporção do PIB defasado em um período, incluído na equação como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos	International Financial Statistics (2017)
<i>Non-Bonds</i>	Soma dos influxos brutos de ações e fundos de investimentos como proporção do PIB, incluído como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos	International Financial Statistics (2017)
<i>Non-Bonds</i> Inicial	Soma dos influxos brutos de ações e fundos de investimentos como proporção do PIB defasados em um período, incluído como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos	International Financial Statistics (2017)
PIB real per capita Inicial	Logaritmo do PIB real PPC per capita defasado em um período incluído como a média para cada período de cinco anos não sobrepostos	Feenstra, Inklaar e Timmer (2015) PWT 9.0
Termos de Troca	Índice de Termos de Troca incluído na equação como a média anual para cada período de cinco anos não sobrepostos.	World Development Indicators (2017)
Inflação	Deflator Implícito do PIB incluído na equação como a média anual para cada período de cinco anos não sobrepostos.	World Development Indicators (2017)
Crédito	Nível do crédito como proporção do PIB incluído na equação como a média anual para cada período de cinco anos não sobrepostos.	World Development Indicators (2017)
Governo	Nível de gastos do governo como proporção do PIB incluído na equação como a média anual para cada período de cinco anos não sobrepostos.	Feenstra, Inklaar e Timmer (2015) PWT 9.0
Instituições	Média ponderada dos índices que controlam a qualidade do ambiente institucional, incluído na equação de crescimento	International Country Risk Guide

VARIÁVEIS	DESCRIÇÃO	FONTE
	como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	(2016)
KA	Abertura <i>De Jure</i> incluída na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	Fernández et al. (2016)
EQ	Índice de restrições a <i>Equities</i> incluída na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	Fernández et al. (2016)
BO	Índice de restrições a <i>Bonds</i> incluída na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	Fernández et al. (2016)
MM	Índice de restrições a <i>Money Market</i> incluída na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	Fernández et al. (2016)
CI	Índice de restrições a <i>Collective Investments</i> incluída na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	Fernández et al. (2016)
DE	Índice de restrições a <i>Derivatives</i> incluída na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	Fernández et al. (2016)
CC	Índice de restrições a <i>Commercial Credits</i> incluída na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	Fernández et al. (2016)
FC	Índice de restrições a <i>Financial Credits</i> incluída na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	Fernández et al. (2016)
GS	Índice de restrições a <i>Guarantees, Sureties and Financial Facilities</i> incluída na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	Fernández et al. (2016)
DI	Índice de restrições a <i>Direct Investment</i> incluída na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	Fernández et al. (2016)
RE	Índice de restrições a <i>Real Estate</i> incluída na equação de crescimento como a média de cada período de cinco anos não sobrepostos.	Fernández et al. (2016)

Fonte: elaborado pelo autor.

ANEXO C – DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NO CAPÍTULO IV E RESPECTIVAS FONTES

Quadro C.1 – Descrição das Variáveis de Interesse Utilizadas, Pesos do Controle Sintético e Respectivas Fontes.

VARIÁVEIS DE INTERESSE	DESCRIÇÃO	FONTE
Crescimento do PIB	Taxa de crescimento (%) do PIB em Dólares Constantes de 2010, calculada como a diferença entre o logaritmo em t e $t - 1$. Países Ponderados: Colômbia (0,246); Indonésia (0,056); México (0,218); Paquistão (0,001), Peru (0,140), África do Sul (0,307) e Ucrânia (0,031).	World Development Indicators (2018)
Conta Corrente	Resultado da Conta Corrente como proporção do PIB calculado em valores correntes. Países Ponderados: Argentina (0,150); Bangladesh (0,184); México (0,189); Peru (0,367), Romênia (0,011).	International Financial Statistics (2018) e World Development Indicators (2018)
Balança de Rendas	Resultado da Balança de Rendas como proporção do PIB calculado em valores correntes. Países Ponderados: Argentina (0,257); Bangladesh (0,091); Indonésia (0,117); África do Sul (0,535).	International Financial Statistics (2018) e World Development Indicators (2018)
Balança Comercial	Resultado da Balança Comercial como proporção do PIB calculado em valores correntes. Países Ponderados: Argentina (0,207); Bangladesh (0,060); Bulgária (0,021); Malásia (0,038), México (0,220), Peru (0,359), África do Sul (0,094).	International Financial Statistics (2018) e World Development Indicators (2018)
Conta Financeira	Resultado em Conta Financeira como proporção do PIB calculado em valores correntes. Países Ponderados: Argentina (0,253); Bangladesh (0,035); Hungria (0,012); México (0,249), Peru (0,451).	International Financial Statistics (2018) e World Development Indicators (2018)

Fonte: elaborado pelo autor

Quadro C.2 – Descrição das Covariadas Utilizadas e Respectivas Fontes

PIB Inicial	Logaritmo do PIB em Dólares Constantes de 2010, calculada em $t - 1$.	World Development Indicators (2018)
Conta Corrente Inicial	Resultado da Conta Corrente como proporção do PIB calculado em dólares correntes $t - 1$.	International Financial Statistics (2018) e World Development Indicators (2018)
Balança de Rendas Inicial	Resultado da Balança de Rendas como proporção do PIB calculado em dólares correntes $t - 1$	International Financial Statistics (2018) e World Development Indicators (2018)
Balança Comercial Inicial	Resultado da Balança Comercial como proporção do PIB calculado em dólares correntes $t - 1$	International Financial Statistics (2018) e World Development Indicators (2018)
Conta Financeira Inicial	Resultado da Conta Financeira como proporção do PIB em dólares correntes calculado em $t - 1$	International Financial Statistics (2018) e World Development Indicators (2018)
Estabilidade do Governo	Índice que controla a Estabilidade do Governo, normalizado de 0 a 10.	International Country Risk Guide (2016)
Condições Socioeconômicas	Índice que controla as Condições Socioeconômicas, normalizado de 0 a 10.	International Country Risk Guide (2016)
Perfil de Investimento	Índice que controla o Perfil de Investimento, normalizado de 0 a 10.	International Country Risk Guide (2016)
Conflito Interno	Índice que controla a presença de Conflito Interno, normalizado de 0 a 10.	International Country Risk Guide (2016)
Conflito Externo	Índice que controla a presença de Conflito Externo, normalizado de 0 a 10.	International Country Risk Guide (2016)
Corrupção	Índice que controla a Corrupção, normalizado de 0 a 10.	International Country Risk Guide (2016)
Militares na Política	Índice que controla a presença Militares na Política, normalizado de 0 a 10.	International Country Risk Guide (2016)
Tensões Religiosas	Índice que controla as Tensões Religiosas, normalizado de 0 a 10.	International Country Risk Guide (2016)
Estado de Direito	Índice que controla o Estado de Direito, normalizado de 0 a 10.	International Country Risk Guide (2016)
Tensões Étnicas	Índice que controla as Tensões Étnicas, normalizado de 0 a 10.	International Country Risk Guide (2016)
Responsabilidade Democrática	Índice que controla a Responsabilidade Democrática, normalizado de 0 a 10.	International Country Risk Guide (2016)
Qualidade da Burocracia	Índice que controla a Qualidade de Burocracia, normalizado de 0 a 10.	International Country Risk Guide (2016)
Governo	Nível de gastos do governo como proporção do PIB calculado em dólares correntes.	World Development Indicators (2018)
Dívida/PIB	Nível da dívida pública como proporção do PIB em valores correntes.	Historical Public Debt Database (2018)
Formação Bruta de Capital	Despesas com adições aos ativos fixos da economia mais variações líquidas no nível de estoques como proporção do PIB.	World Development Indicators (2018)
Índice de Termos de Troca	Índice de termos de troca calculado como a razão percentual dos índices de valor unitário de exportação e de importação em relação a 2000.	World Development Indicators (2018)
Desemprego	Parcela da força de trabalho que está sem trabalho, mas disponível para procurar emprego.	World Development Indicators (2018)
Inflação	Medida pela taxa de crescimento anual do deflator implícito do PIB indicando a taxa de variação dos preços na economia como um todo.	World Development Indicators (2018)
Crescimento Populacional	Taxa de crescimento (%) da População calculada como a diferença entre o logaritmo da população total em t e $t - 1$.	World Development Indicators (2018)
Conta Corrente	Resultado da Conta Corrente como proporção do PIB calculado em dólares correntes.	International Financial Statistics (2018) e World Development Indicators (2018)
Conta Financeira	Resultado em Conta Financeira como proporção do PIB calculado em dólares correntes.	International Financial Statistics (2018) e World Development Indicators (2018)

Fonte: elaborado pelo autor.