Benefícios Indiretos da Liberalização Financeira e Ganhos de Produtividade: Notas teóricas e seus Limites

Dyeggo Rocha Guedes[1]

Resumo:

O objetivo deste artigo é expor, de forma descritiva, os modelos teóricos que apoiam o argumento de que a liberalização financeira promove o crescimento de longo prazo das economias em desenvolvimento através dos ganhos de produtividade. Além disso, pretende-se aqui apontar algumas das principais limitações teóricas presentes nos mesmos.

Palavras-chaves: liberalização financeira; crescimento; produtividade.

Classificação JEL: F3, F30, F36.

Abstract:

The purpose of this article is to expose, in a descriptive way, the theoretical models that support the argument that financial liberalization promotes long-term growth of developing economies through productivity gains. Additionally, it is intended here to point out some of the major theoretical limitations present in them.

Keywords: financial liberalization; growth; productivity.

JEL Classification: F3, F30, F36.

[1] Mestre em Economia pela Universidade Federal de Uberlândia. Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Bolsista CAPES. Contato: dyeggoguedes@gmail.com. O autor agradece a Aderbal Damasceno e Daniel Nogueira Silva pelos comentários, isentando-os de erros e omissões remanescentes.
Artigo recebido em junho de 2014 e aprovado em outubro de 2015.

1. Introdução

De acordo com Rancière, Tornell e Westermann (2008), *liberalização financeira* refere-se à desregulamentação dos mercados financeiros nacionais e à liberalização da conta de capital dos países. No contexto atual, entender como a liberalização afeta o desempenho econômico dos países ainda é de grande importância para o planejamento de políticas nas economias em desenvolvimento.

Do ponto de vista histórico, o atual nível de integração financeira das economias e o grau de mobilidade de capitais constitui o resultado de transformações que têm origem na crise do arranjo institucional edificado em Bretton Woods. O marco é o colapso do sistema de paridades cambiais da década de 1970. Com base nisso, é possível afirmar que o processo de liberalização financeira, que se consolidou ao longo dos anos de 1980, constituiu um mero desdobramento das tendências que já estavam presentes no sistema financeiro internacional a partir, essencialmente, da emergência do euromercado e da adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes, (DAMASCENO, 2014; PRATES, 2005).

Já na segunda metade da década de 1990, o debate sobre a conversibilidade da conta capital dos países em desenvolvimento se tornou objeto de discussão do Fundo Monetário Internacional (FMI). O objetivo era a ampliação da jurisdição do Fundo sobre as economias em desenvolvimento através da remoção do artigo VI de seus estatutos[2]. Em síntese, a visão teórica por trás dessa proposta de reforma baseava-se na ideia de que os movimentos livres de capitais facilitariam a alocação global de poupanças e auxiliariam na canalização dos recursos para os seus usos mais produtivos. Dessa maneira, a liberalização financeira das economias estimularia tanto o crescimento econômico quanto o bem-estar (FISHER, 1998).

Apesar da produção acadêmica nessa área expandir de forma crescente desde esse período, os resultados empíricos envolvendo a temática da liberalização financeira e crescimento econômico não apresentam resultados consensuais. Em síntese, as evidências empíricas dos trabalhos aplicados indicam tanto resultados positivos quanto adversos sobre o

[2] Como mostra Carvalho e Sicsú (2006), o artigo VI dos *Articles of Agreement* do FMI, legitimava a adoção de controles sobre os fluxos pelos países que estivessem passando por dificuldades na conta de capitais. A tentativa de remoção desse artigo, pelo compromisso apenas de conversibilidade da conta capital, foi feita na assembleia anual do FMI em 1997, em Hong Kong. No Brasil, o debate sobre a conversibilidade plena do real no início dos anos 2000 por Arida (2003a e 2003b) e Belluzzo e Carneiro (2004) representa um dos aspectos que dizem respeito à liberalização da conta de capital com enfoque exclusivo na liberalização do mercado de câmbio. Desencadeamentos dessa discussão estão presentes em Oreiro et al. (2004) e Ferrari Filho et al. (2005).

crescimento econômico[3]. Duas possíveis respostas podem ser dadas para esse distanciamento entre teoria e aplicação econométrica.

Primeiro, que a relação entre liberalização financeira e desempenho econômico pode refletir apenas uma correlação, ao invés de uma causalidade (PRASAD et al., 2003). E, segundo, testar o efeito da liberalização financeira sobre o crescimento não encontra fundamento teórico no modelo neoclássico (Solow-Swan, Ramsey-Cass-Koopmans), uma vez que o canal específico que estimularia o crescimento das economias no longo prazo seria a produtividade total dos fatores (HENRY, 2007)[4].

Tendo em vista esses aspectos sumarizados da discussão, cumpre destacar que as abordagens contemporâneas, ou seja, o estado da arte da literatura tem voltado o olhar especificamente para os possíveis ganhos de produtividade que a liberalização financeira pode proporcionar para as economias em desenvolvimento[5]. De modo resumido, a liberalização financeira pode auxiliar as economias no desenvolvimento do sistema financeiro interno, na melhoria do ambiente institucional e na manutenção da estabilidade econômica.

Com base nisso, o objetivo deste artigo é expor, de forma descritiva, os modelos teóricos que apoiam o argumento de que a liberalização financeira promove o crescimento de longo prazo das economias em desenvolvimento através dos ganhos de produtividade. Além disso, o texto também busca apontar algumas limitações presentes nessa abordagem.

O trabalho, portanto, está dividido em quatro seções além desta introdução. A segunda seção apresenta o argumento base (liberalização financeira e crescimento) e expõe os modelos teóricos que apontam os benefícios indiretos da liberalização financeira sobre a produtividade. A terceira seção apresenta o argumento da necessidade de pré-condições nas economias para que haja efetiva apropriação da liberalização financeira. A quarta seção, por sua vez, identifica e discute os principais limites teóricos presentes nessa abordagem, dando ênfase à instabilidade no mercado financeiro internacional, as crises financeiras e a incongruência lógica de exposição dos argumentos. A última seção delineia algumas considerações finais.

[3] Para uma *survey* da literatura da década de 1990 ver Edison et al. (2004).

[4] "In the neoclassical model, differences in long-run growth rates across countries are driven exclusively by differences in their growth rates of total factor productivity (TFP)" (HENRY, 2007, p. 893).

[5] A literatura aplicada recente encontra-se nos seus estágios iniciais de pesquisa empírica e um dos primeiros trabalhos a estimar sistematicamente os efeitos da liberalização financeira sobre a produtividade total dos fatores foi o de Bonfiglioli (2008). A proposta deste artigo, no entanto, se restringe à análise dos mecanismos que impulsionariam os ganhos de produtividade no campo teórico. Para outros trabalhos aplicados ver: Kose, Prasad e Terrones (2009), Bekaert, Harvey e Lundblad (2011) e Gehringer (2013).

2. Liberalização Financeira, Crescimento e Produtividade

2.1. Liberalização Financeira e Crescimento

A teoria por trás do argumento de Fischer (1998), segundo a qual os movimentos livres de capitais facilitariam a alocação de poupanças através do estímulo ao crescimento, possui duas hipóteses centrais. São elas: i) os mercados financeiros são eficientes na transmissão de informações, e; ii) as economias operam na ausência de distorções. Em um ambiente propício para a livre transação dos mercados financeiros internacionais, essas hipóteses garantiriam que o capital fluísse dos países desenvolvidos, onde o estoque de capital é relativamente abundante e o retorno marginal é baixo, para os países em desenvolvimento, onde o estoque de capital é relativamente escasso e o retorno marginal é alto (ACEMOGLU, 2009; EATWELL, 1996).

O modelo que sustenta a afirmação acima é o modelo de crescimento neoclássico (Solow-Swan, Ramsey-Cass-Koopmans). O mesmo é considerado o arcabouço *benchmark* acerca das relações entre liberalização financeira e crescimento econômico. Em síntese, a liberalização das economias aos mercados de capitais internacionais estimularia os fluxos de capitais entre os países com base nas taxas de retorno do capital. Os principais canais de estímulo ao crescimento seriam: i) a diminuição do custo do capital doméstico; ii) o incentivo a acumulação de capital, e; ii) no curto prazo, a elevação temporária da taxa de crescimento do PIB *per* capita e, no longo prazo, a elevação do nível do PIB *per* capita das economias em desenvolvimento (HENRY, 2007).

Apesar de servir como fundamento teórico à liberalização financeira das economias, o modelo neoclássico não apresenta canais específicos que possibilitem à liberalização financeira gerar ganhos de produtividade para as economias. Isso constitui um contrassenso às perspectivas de políticas econômicas que têm como objetivo o crescimento dos países em desenvolvimento no longo prazo. Como salienta Henry (2007, p. 916),

> Within the standard neoclassical framework, any increase in the growth rate of output not due to an increase in the growth rate of capital and labor must be the result of an increase in the growth rate of total factor productivity (TFP). […]
>
> The operative channel from liberalization to growth in the neoclassical model runs strictly through capital accumulation. Total factor productivity does not enter into the story.

Assim, para considerar os impactos indiretos da liberalização financeira sobre a produtividade das economias, será necessário ir além do modelo neoclássico de crescimento.

Para isso, será utilizada a abordagem dos "benefícios colaterais", ou "benefícios indiretos" da liberalização financeira.

2.2. Liberalização e Produtividade

Segundo essa abordagem[6], não são apenas os fluxos de capitais em si que impulsionam o crescimento nos países em desenvolvimento, mas o que vem acompanhado a esses fluxos que serviriam como um importante "catalisador" de benefícios indiretos que atuam na forma de estímulos ao crescimento da produtividade dessas economias, (KOSE et al., 2009). Assim, ao invés da liberalização financeira auxiliar a acumulação de capital através da captação de poupança externa, o impacto se concretizaria através do estímulo ao desenvolvimento institucional, desenvolvimento financeiro e disciplina macroeconômica das economias.

Como destaca Kose et al. (2010, p. 2),

> There is a substantial theoretical and empirical literature, mostly of recent vintage, suggesting that financial sector development, institutional quality, trade openness, and the stability of macroeconomic policies all play important roles in realizing the benefits of financial openness.

As subseções 2.2.1 a 2.2.3 tratam de esboçar, de forma pormenorizada, como cada um dos ganhos indiretos atuaria nas economias em desenvolvimento e a subseção 2.2.4 resume a argumentação.

2.2.1. Desenvolvimento do Setor Financeiro

O sistema financeiro das economias domésticas possui papel importante na captação e intermediação de recursos externos, pois incita: i) a poupança e o investimento; ii) o *risk-sharing*, estimulando projetos de investimento de mais alto risco, mas com maior taxa de retorno; iii) a acumulação de grandes somas de capital, e; iv) permite alocar o capital de modo eficiente (FRANKEL, 1998). Ademais, segundo Prasad, Rogoff e Wei (2007, p. 12), "The more developed a country's financial sector, the greater the growth benefits of capital inflows".

Com base nos trabalhos de Agénor (2003), Prasad et al. (2003) e Klein e Olivei (2008), é possível apresentar os canais considerados de destaque da liberalização financeira sobre o desenvolvimento financeiro das economias. São eles:

[6] Denominada de "Nova Visão" por Damasceno (2008).

1. **Exposição à concorrência internacional**

Através da introdução de normas internacionais e sistemas mais avançados de gerenciamento de risco, a elevação da concorrência no sistema bancário poderia melhorar a eficiência do sistema financeiro nacional, melhorar a qualidade e disponibilidade dos serviços nos mercados financeiros internos. Dessa forma, reduziria como consequência o custo de aquisição e processamento de informações para os mutuários.

2. **Acesso do país ao capital internacional**

Com a exposição externa, as subsidiárias ou filiais de bancos estrangeiros poderiam aumentar o tamanho absoluto do sistema bancário interno. Isso ampliaria os nichos do mercado e introduziria inovação financeira nos mercados locais. Em complemento, Agénor (2003, p. 1096) ressalta que,

> (…) foreign banks may also contribute to an improvement in the overall quality of the loan portfolios of domestic banks if they are less susceptible to government pressure to lend to 'preferred' borrowers – as may be the case with domestic financial institutions, particularly those in which the state is involved.

3. **Desenvolvimento da supervisão bancária interna**

Uma vez que a exposição externa se consolida e o capital internacional se torna acessível, os bancos estrangeiros passariam localmente a serem supervisionados de forma consolidada com o padrão internacional.

4. **Maior estabilidade do sistema financeiro nacional**

Isso contribuiria consequentemente com a redução da volatilidade nos fluxos de capitais, pois nos períodos de instabilidade financeira os depositantes poderiam alterar seus fundos para instituições estrangeiras. Essas instituições são consideradas mais sólidas do que os bancos de capital nacional. Desse modo, não haveria transferência direta dos ativos para o exterior, o que inibiria uma possível fuga de capitais, depreciação súbita do câmbio e instabilidade macroeconômica.

2.2.2. Qualidade Institucional

A melhoria da qualidade institucional dos países em desenvolvimento estaria associada ao incentivo que a liberalização financeira daria à qualidade da governança pública

e corporativa, ao sistema jurídico, ao grau de transparência dos governos e para o sistema privado. Como ressalta Kose et al. (2010), esses elementos institucionais poderiam afetar qualitativamente a alocação de recursos nessas economias.

A partir dos trabalhos de Stulz (2005), Gourinchas e Jeanne (2006), Kose et al. (2006), Acemoglu (2009) e Kose et al. (2010), é possível apresentar os canais considerados de destaque da liberalização financeira sobre o desenvolvimento institucional dos países em desenvolvimento. São eles:

1. **Melhoria da governança corporativa**

Uma vez que os investidores estrangeiros dispõem de tecnologias de informação e habilidades que lhes permitem maior capacidade de gestão, isso forçaria o aumento da eficiência das empresas domésticas e inibiria o risco de expropriação dos acionistas minoritários pelos controladores das corporações.

2. **Melhoria da governança pública**

A liberalização financeira poderia atuar no sentido de inibir o risco de expropriação de acionistas minoritários e controladores de corporações pelos agentes políticos do Estado.

3. **Enfraquece os problemas de agências**

A liberalização financeira enfraqueceria os problemas de agência[7] por meio da redução dos custos do financiamento externo e, assim, criaria os incentivos para as empresas que utilizam financiamento do exterior pudessem melhorar a governança internamente.

2.2.3. Disciplina das Políticas Macroeconômicas

O terceiro canal indireto da liberalização financeira sobre a produtividade atuaria através das políticas macroeconômicas nas economias em desenvolvimento. Segundo Kose et al. (2010, p. 4330), "Financial integration is expected to produce better growth outcomes when it is supported by good macroeconomic policies, which includes fiscal, monetary, and exchange rate policies". Nesse contexto, disciplina macroeconômica é entendida como austeridade fiscal, austeridade monetária e a adoção de um regime de câmbio flexível.

[7] Em síntese, o problema de agência refere-se ao conflito de interesses inerente em qualquer relacionamento onde se espera que uma das partes atue em favor da outra. Em finanças corporativas, o problema de agência, geralmente, se refere a um conflito de interesses entre os gestores e os acionistas de uma empresa.

Para elencar os canais indiretos, utiliza-se os trabalhos de Kose et al. (2009) e Kose et al. (2010). Com base nos mesmos, os canais que poderiam induzir melhores políticas macroeconômicas e, em consequência, auxiliar os países nos ganhos de produtividade seriam:

1. Sinalização de compromisso

A liberalização das economias as tornaria mais vulneráveis às crises financeiras porque aumentaria os custos potenciais associados às políticas "fracas", à atuação do governo na economia, e potencializaria os benefícios das políticas mais "fortes", ou melhores, associadas ao funcionamento mais livre dos mercados. Desse modo, o processo sinalizaria o compromisso e disposição por parte dos governos de países em desenvolvimento em manter um quadro sólido de políticas macroeconômicas que promovessem crescimento com estabilidade[8].

O trabalho de Bartolini e Drazen (1997) é considerado fundamental para essa argumentação. Os autores mostram, por meio de um modelo convencional, que a ausência de controles sobre a saída de capitais atua como sinal por parte dos governos em manter os compromissos políticos. Um exemplo de tal compromisso seria a manutenção da situação fiscal favorável não apenas no curto prazo, mas de forma intertemporal.

2. Baixos níveis de inflação

Segundo Obstfeld (1998), o livre fluxo de capitais poderia induzir os países a seguir políticas macroeconômicas mais disciplinadas e ajudaria a reduzir os "erros" dos *policymakers*. Estes erros, segundo o autor, estariam associados à tentativa dos formuladores de políticas em explorar alguma especificidade do mercado de capitais domésticos, e isto frequentemente provoca saídas dos capitais e, como consequência, induz a alta dos juros internos.

Portanto, o processo de liberalização financeira, por tornar as economias vulneráveis à percepção dos investidores internacionais, estimularia o governo a sinalizar o compromisso com a manutenção das políticas macroeconômicas sólidas e isso, por sua vez, produziria estabilidade econômica e abriria o caminho para a obtenção dos ganhos de produtividade.

2.2.4. Síntese dos Benefícios Indiretos da Liberalização Financeira

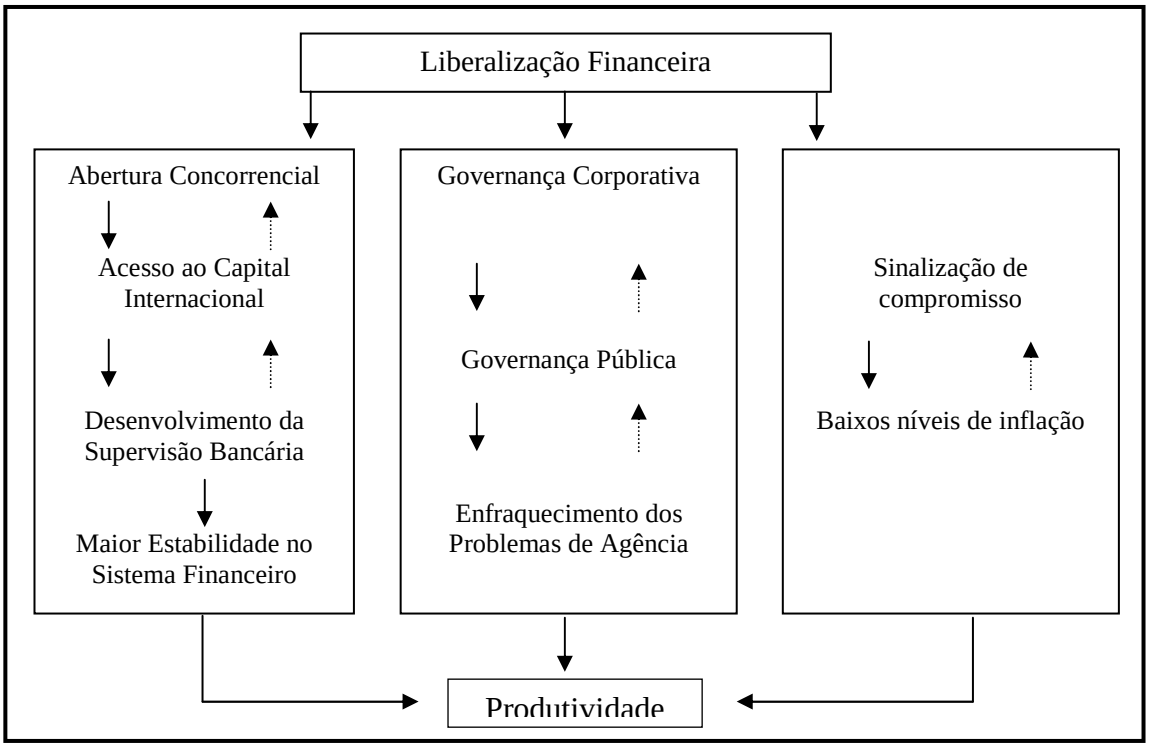
[8] "[…] because capital account liberalization makes a country more vulnerable to sudden shifts in global investor sentiment, it can serve as a signal of commitment to better macroeconomic policies" (KOSE et al., 2009, p. 46).

Em resumo, a liberalização financeira estimularia o desenvolvimento financeiro, o desenvolvimento institucional e a disciplina macroeconômica. Por meio desses benefícios indiretos, estimularia o crescimento da produtividade total dos fatores e, portanto, o crescimento de longo prazo do PIB *per capita*.

A figura 1 integra os três níveis de argumentos apresentados até aqui, e tem por objetivo organizá-los didaticamente. O nível superior apresenta o momento de liberalização dos mercados financeiros dos países em desenvolvimento, os níveis intermediários, por sua vez, representam a atuação indireta da liberalização sobre a produtividade (nível inferior da figura). As setas contínuas, por sua vez, representam os efeitos do nível superior para o inferior e as setas pontilhadas possíveis feedbacks do nível inferior para o superior. Desse modo, é também possível enxergar os elementos que seriam considerados dinâmicos pela análise.

Figura 1

Liberalização Financeira, Desenvolvimento do Setor Financeiro, Qualidade Institucional e Políticas Macroeconômicas



Fonte: Elaboração Própria

2.3. Composição dos Fluxos de Capitais e Produtividade

Em um ambiente liberalizado, o modelo padrão de crescimento não leva em consideração as formas e especificidades dos fluxos de capitais. No entanto, composição e tipos diferentes de fluxos são considerados cruciais para a concretização dos benefícios indiretos, de acordo com a abordagem apresentada nessa seção[9].

Ostry et al. (2011) destaca, por exemplo, que a literatura teórica recente produz uma hierarquia dos fluxos de capitais. Tal hierarquia é baseada no grau decrescente de risco e nos instrumentos de curto e longo prazo dentro de cada categoria. Entre elas destacam-se: i) "foreign-currency debt"; ii) "consumer-price-indexed local currency debt"; iii) "local-currency debt"; iv) "portfolio equity investment"; e v) "foreign direct investment".

No entanto, de um modo geral, a distinção dos fluxos pode ser feita com base em dois tipos: "equity flows" e "debt flows". Os primeiros são considerados fluxos mais estáveis, associados positivamente aos benefícios colaterais da abertura financeira. Já os "debt flows" são considerados fluxos de curto prazo, voláteis, intensificadores dos ciclos econômicos. Esse tipo de fluxo é mais arriscado e menos benéfico para as economias em desenvolvimento (DAMASCENO, 2008).

Do ponto de vista teórico, uma forma possível de definir os fluxos equity e debt é a partir de suas diferenças e características cíclicas. Segundo Henry (2007, p. 925), um contrato com fluxos debt, por exemplo, demanda pagamentos regulares e são exigidos independentemente das circunstâncias do devedor. Isso significa que, "(…) when bad news arises, creditors rush to get their money while they can". Os contratos de fluxos equity, por sua vez, envolvem o compartilhamento dos riscos no mercado de capitais. Isso significa que, diferentemente dos fluxos debt, quando os tempos são bons, os investidores são recompensados e, quando os tempos são ruins, os investidores não são recompensados. Dito de outro modo, os contratos de fluxos equity representam pagamentos que tendem a estabilizar o balanço de pagamentos das economias, enquanto os contratos debt impõem exigências quanto aos pagamentos à medida que a economia passa por momentos de contração do ciclo[10].

[9] "The distinction matters because the answer to the question – do liberalizations cause crises – depends critically on whether you are talking about the liberalization of debt or equity flows" (HENRY, 2007, p. 925).

[10] Do ponto de vista histórico, Henry (2007, p. 925) aponta as evidências, "In the 1970s, developing-country governments obtained large quantities of floating-rate commercial bank loans. The Debt Crisis of the 1980s then demonstrated that debt contracts can induce large inefficiencies when economic conditions turn out to be worse than anticipated at the time the contract was signed (…)".

Os fluxos equity, entre eles os *fluxos de ações* e de *investimento externo direto*, por serem mais estáveis, se espera que tragam consigo muitos dos benefícios colaterais da liberalização financeira. Os canais indiretos sobre a produtividade seriam, por exemplo:

i) Transferência de tecnologia;
ii) Transferência de *expertise* gerencial; e
iii) Efeitos de *spillovers*.

Os fluxos debt, *fluxos de dívidas* e *empréstimos bancários*, por outro lado, não estão associados aos benefícios indiretos da abertura financeira, pois acentuam os efeitos adversos das crises de liquidez sobre a atividade econômica. Como ressaltam Kose et al. (2009, p. 38),

> Even at a conceptual level, debt flows lack the positive attributes of equity-like flows. They do not solve certain agency problems, can lead to inefficient capital allocation if domestic banks are poorly supervised, and generate moral hazard as debt is implicitly guaranteed by the government (in the case of corporate debt) and/or international financial institutions (both corporate and sovereign debt).

3. A Necessidade de Pré-Condições

A abordagem dos benefícios indiretos também ressalta que é preciso levar em conta as condições políticas, econômicas e institucionais em que se encontram os países em desenvolvimento antes de iniciarem o processo de liberalização financeira de suas economias.

Com base nisso, a liberalização financeira resultaria em benefícios indiretos para as economias nacionais, crescimento da produtividade e crescimento de longo prazo do PIB *per capita* apenas na presença de condições iniciais adequadas. As condições iniciais são:

i) *desenvolvimento institucional* – um ambiente institucional desenvolvido nas economias nacionais permitiria a alocação eficiente do capital externo. Conforme Prasad, Rogoff, Wei e Kose (2003, p. 34), 'If domestic governance is sufficiently weak, financial integration could cause an exodus of domestic capital and, hence, lower the growth rate of an economy';

ii) *desenvolvimento financeiro* – um sistema financeiro desenvolvido nas economias nacionais permitiria a alocação eficiente do capital externo e reduziria a vulnerabilidade a crises. Segundo Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2007, p. 12): 'The more developed a country's financial sector, the greater the growth benefits of capital inflows'.

iii) *política macroeconômica* – um regime adequado de política macroeconômica nas economias nacionais (disciplina fiscal, disciplina monetária e câmbio flexível) potencializaria os benefícios da liberalização financeira. Ou seja, 'Financial integration is expected to produce better growth outcomes when it is supported by good macroeconomic policies, which includes fiscal, monetary, and exchange rate policies' (KOSE et al., 2010, p. 4330);

Na ausência dessas condições iniciais adequadas, a liberalização financeira poderia resultar em instabilidade e crises e, portanto, ter efeitos adversos sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita*.

4. Limites Teóricos dos Benefícios Indiretos da Liberalização Financeira

De modo geral, as críticas a esses modelos estão pautadas na teoria do *second best*. Segundo essa teoria, a eliminação de uma distorção (controles de capitais) na presença de outras distorções, pode não levar a um resultado superior do ponto de vista do bem-estar (LIPSEY, 2007). No mercado financeiro internacional tais distorções estão relacionadas à assimetria de informação e problemas de *enforcement* de contratos (STIGLITZ, 2000, 2004).

Stiglitz (2004, p. 63) desenvolve dois modelos em que a liberalização financeira pode colocar as economias dentro de uma dinâmica de maior volatilidade econômica e de consumo. O primeiro modelo, segundo o autor, "[…] represents a more fundamental deviation from the standard neoclassical model, incorporating information asymmetries which lead to credit and equity rationing". As principais conclusões desse modelo para uma economia aberta são:

i) Os fluxos de capitais são pró-cíclicos, fluem para os países em períodos de bonança e saem dos países em períodos de dificuldades[11];
ii) Baseado nisso, a liberalização contribuiria para ampliar a volatilidade do produto, do consumo, das taxas de juros e de câmbio, e;
iii) Os fluxos de capitais, por sua vez, contribuiriam para a ocorrência de crises e de contágio financeiro[12].

Tendo em vista esses aspectos, o autor ressalta outros motivos pelos quais os fluxos de capitais desestimulariam tanto a produtividade quanto a acumulação de capitais. Entre eles, a imposição de limites no uso do financiamento via endividamento, a manutenção de grandes reservas cambiais que representam transferência líquida de renda ao exterior e a elevação do prêmio de risco que as firmas exigiriam para investir[13].

[11] "*Opening the capital market lowers income in the bad state and* […] *increases income in the good state*" (STIGLITZ, 2004, p. 67, *grifos do autor*).
[12] "(…) financial market interlinkages, there can be extensive interdependencies through which a shock in one part of the system can be transmitted to others" (STIGLITZ, 2010, p. 2).
[13] Stiglitz (2004, p. 64) também afirma que, "Short-term capital is highly myopic, and the often lauded discipline of the market accordingly forces countries to pursue more myopic policies than they otherwise would, again adversely affecting growth".

Ademais, o comportamento no mercado de capitais internacional é dominado por mudanças de humor que não estão relacionados *stricto sensu* às políticas sólidas, ou fundamentos macroeconômicos. Lembrando o caso da Rússia antes da crise de 1998 e da Argentina para a década de 1990, Rodrik (2001) destaca que em tempos bons, um governo com um desequilíbrio fiscal crônico tem mais facilidade de contrair empréstimos de fundos de investidores no exterior para financiar seus gastos. Já em tempos difíceis, os governos podem ser forçados a adotar políticas consideradas "inadequadas", a fim de estar de acordo com os preceitos dos investidores estrangeiros.

Korinek (2011), na tradição de modelos macroeconômicos de crises de amplificação financeira, argumenta contra as predições do modelo neoclássico com base em externalidades e imperfeições dos mercados financeiros. No primeiro caso, os fluxos de capitais acabam criando externalidades porque os mutuários, de forma racional, ignoram os efeitos de suas decisões individuais de financiamento para a estabilidade financeira agregada. Isso introduz amplas distorções nas decisões de financiamento, induzindo a processos de endividamento excessivo em curtos períodos de tempo. O resultado é uma economia mais fragilizada financeiramente.

No caso das imperfeições de mercado, ao fornecer financiamento, os investidores internacionais exigem que seus empréstimos sejam assegurados por garantias de forma explícita ou, caso sejam assegurados de forma implícita, os mesmos deverão estar assegurados por balanços patrimoniais robustos dos seus mutuários. Porém, o valor de maior parte das garantias de um país e a saúde dos balanços patrimoniais do setor privado depende da taxa de câmbio e dos preços de ativos[14]. Isso confere um caráter pró-cíclico à dinâmica de financiamento externo, pois, em períodos de bonança, quando a moeda nacional aprecia e os preços dos ativos aumentam, a situação melhora, porém, em períodos de dificuldades, quando a moeda nacional deprecia e os preços dos ativos diminuem, a situação piora.

Ademais, o reconhecimento de que é necessária a existência de condições iniciais adequadas nas economias nacionais para que a liberalização financeira resulte em benefícios indiretos introduz uma circularidade no argumento.

[14] "Exchange rate depreciation and declines in asset prices reduce the collateral and net worth of domestic agents, which in turn reduces their access to credit. The channels through which such credit market imperfections play out are complex and manifold (…); every imperfect credit market is imperfect in its own way" (KORINEK, 2011, p. 8).

Em resumo, as economias que optam por liberalizar-se financeiramente seriam beneficiadas por ganhos de produtividade gerados internamente através do desenvolvimento do setor financeiro, desenvolvimento institucional e melhoria das políticas macroeconômicas. No entanto, para a efetivação destes resultados *ex post*, é necessário *ex ante* que os países disponham de níveis adequados de desenvolvimento do sistema financeiro, institucional e disciplina na operacionalização da política macroeconômica. Neste sentido, a necessidade das condições iniciais nas economias em desenvolvimento antes do processo de liberalização é um elemento que introduz, minimamente, uma espécie de tensão-contradição lógica ao argumento, pois os mesmos canais pelos quais a abertura financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo são os exigidos para que a liberalização atue estimulando o crescimento no longo prazo (RODRIK e SUBRAMANIAN, 2009; DAMASCENO, 2012).

Como reconhecido pelos próprios autores dessa abordagem, "(…) there is a great deal of similarity between the list of collateral benefits of financial integration and the list of threshold conditions". Neste sentido, "(…) this discussion highlights the difficulties involved in trying to make strong causal statements about the effects of financial integration" (KOSE et al., 2006, p. 39).

5. Considerações Finais

O debate sobre a integração financeira das economias tem sido relevante desde o processo de retomada liberal pós-queda do regime institucional de Bretton Woods, na década de 1970. Na atual conjuntura, os desdobramentos das discussões acadêmicas e políticas estão centrados: i) em compreender quais seriam os canais por meio do qual a liberalização financeira afetaria as economias, e; ii) se a efetividade dos mesmos exige maior compromisso político econômico com as economias internamente, ou se existe a necessidade de atuação direta dos governos através dos controles de capitais.

Neste artigo foi realizada uma apresentação da discussão teórica acerca dos benefícios indiretos da liberalização financeira. O que pode ser percebido nesse debate é que, a principal atividade dos economistas que utilizam abordagens convencionais ainda tem sido a de preencher as lacunas do sistema presente na obra de Adam Smith, como ressaltou Coase (1992). Esse aspecto vem à tona porque a argumentação em prol da liberalização financeira das economias ainda entende que os mercados financeiros poderiam ser coordenados única e exclusivamente pelo sistema de preços (*mão invisível*), e através dos mesmos gerar resultados

positivos para as economias em desenvolvimento. Além disso, a regulamentação do governo não se faz necessária para fazer funcionar o sistema econômico de forma ordenada.

Esse trabalho, no entanto, também procurou apontar para as principais consequências de um ambiente econômico liberalizado financeiramente e a inconsistência teórica presente na argumentação das condições iniciais necessárias para as economias em desenvolvimento. A literatura utilizada aqui procurou destacar a propensão do sistema à instabilidade financeira e a possibilidade de crises macroeconômicas.

Longe de ser consensual, o debate exige entender, além das especificidades teóricas de cada abordagem, as particularidades de inserção financeira de cada economia. Contudo, mesmo dentro de um arcabouço mais ortodoxo, alguns tipos de política para reduzir a liberalização das economias passaram a ser aceitos no período recente. Ostry et. al. (2010), em documento do FMI, argumenta que apesar de existirem benefícios do livre fluxo de capitais, tais fluxos podem causar apreciação cambial e bolhas nos preços dos ativos. Essas preocupações, de acordo com os autores, legitimam o controle de capitais em determinadas circunstâncias, como ferramenta para evitar crises.

Posição parecida também é defendida por Blanchard, Dell'Ariccia e Mauro (2010) ao apresentarem uma nova agenda política para a macroeconomia. Como consequência das lições trazidas por causa da crise de 2007-2008, eles inserem diversas proposições de políticas econômicas com o objetivo de reduzir a volatilidade dos capitais. Uma delas aconselha que o Banco Central também se preocupe com o movimento de capitais ao fazer a política monetária.

No entanto, mesmo avançando em suas análises, ainda não se observa na proposta desses autores, proposições que busquem uma reforma da arquitetura financeira atual. As medidas que são prescritas atuam como mediadoras, mas não atingem alguns dos pontos centrais que foram as raízes da crise econômica e da maior instabilidade das economias (KREGEL, 2015). Isso ocorre porque todas as reformas que tem sido propostas trazem poucos benefícios quando se pensa em um sistema financeiro que tenha como principal objetivo promover o avanço econômico das economias em desenvolvimento.

6. Referências

ACEMOGLU, D. **Introduction to Modern Economic Growth**. New Jersey: Princeton University Press, 2009.

AGÉNOR, P. R. Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts. **The World Economy**, vol.26, nº 8, p. 1089-1118, 2003.

ARIDA, P. Ainda a conversibilidade. **Revista de Economia Política**, vol. 23, n° 3, p. 135-142, jul./set, 2003a.

ARIDA,P. Por uma moeda plenamente conversível. **Revista de Economia Política**, vol. 23, n° 3, p. 151-154, jul./set, 2003b.

BARTOLINI, L.; DRAZEN, A. Capital account liberalization as a signal. National bureau of economic research, 1997 (Woking Paper n° 5725).

BELLUZZO, L. G.; CARNEIRO, R. O Mito da Conversibilidade. **Revista de Economia Política**, vol. 24, nº 2 (94), abril-junho, 2004.

BEKAERT, G.; HARVEY, C. R.; LUNDBLAD, Christian. Financial Openness and Productivity. **World Development**, vol. 39, n° 1, p. 1-19, 2011.

BLANCHARD, O. J., DELL'ARICCIA, G., MAURO, P. **Rethinking Macroeconomic Policy**. Washington, DC: International Monetary Fund, 2010. (Staff Position Note No.2010/03).

BONFIGLIOLI, A. Financial integration, productivity and capital accumulation. **Journal of International Economics**, vol. 76, nº 2, p. 337-355. 2008.

CARVALHO, F. C. de; SICSÚ, J. Controvérsias recentes sobre controles de capitais. In João Sicsú e Fernando Ferrari Filho, orgs. **Câmbio e Controles de Capitais**, Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2006.

COASE, R. H. The Institutional Structure of Production. **The American Economic Review**, vol. 82, nº 4, p. 713-719, 1992.

DAMASCENO, A. O. **Integração Financeira Internacional, fluxos internacionais de capitais e crescimento econômico**: teoria e evidência. Tese (Doutorado). Faculdade de Ciências Econômicas da Unicamp. Campinas, SP, 2008.

DAMASCENO, A. O. Integração Financeira e crescimento econômico: teoria, evidência e política. **Economia e Sociedade**, Campinas, vol. 21, n° 3 (46), p. 521-558, dez. 2012.

DAMASCENO, A. O. Padrão dos fluxos de capitais: teoria, evidência e puzzle. **Economia e Sociedade**, Campinas, vol. 23, nº 1 (50), p. 63-105, abr. 2014.

EATWELL, J. International Financial Liberalization: The Impact on World Development. New York: CEPA, 1996 (**Working Paper**, **nº 1**).

EDISON, H. J.; KLEIN, M.; RICCI, L.; SLØK, T. Capital account liberalization and economic performance: survey and synthesis. **IMF Staff Papers**, vol. 51, p. 220-256, 2004.

EICHENGREEN, B. The Cautious Case for Capital Flows. **University of California**, 2007.

FERRARI FILHO, F.; JAYME JR. F. G.; LIMA, G. T.; OREIRO, J. L. e PAULA, L. F. Uma Avaliação Crítica da Proposta de Conversibilidade Plena do Real. **Revista de Economia Política**, vol. 25, nº 1 (97), p. 133-151, janeiro-março, 2005.

FISHER, S. Capital Account Liberalization and the Role of the IMF. In: PETER, B. Kenen (ed). Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility. Princeton University, Department of Economics, **Essays in International Finance**, nº 207, 1998.

FRANKEL, J. A. Why Economies Grow the Why they Do? **Canadian Business Economics**, vol. 6, nº 1, 1998.

GEHRINGER, A. Growth, productivity and capital accumulation: The effects of financial liberalization in the case of European integration. **International Review of Economics and Finance**, vol. 25, p. 291–309, 2013.

GOURINCHAS, P. O.; JEANNE, O. The Elusive Gains from International Financial Integration. **Review of Economic Studies**, vol. 73, n° 3, p. 715-741, 2006.

KLEIN, M. W.; OLIVEI, G. P. Capital Account Liberalization, financial depth, and economic growth. **Journal of International Money and Finance**. vol. 27, n° 6, p. 861–875, 2008.

KORINEK, A. The New Economics of Prudential Capital Controls: A Research Agenda. **Economic Review**, vol. 59, nº 3, p.523-561, 2011.

KOSE, M. A.; PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S. Financial Globalization: A Reappraisal. International Monetary Fund, 2006 (**Working Paper nº 189**).

KOSE, M. A.; PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S. Financial Globalization: Beyond the Blame Game. *Finance & Development*, vol. 44, nº. 1, p. 9-13, March, 2007.

KOSE, M. A.; PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S. Financial Globalization: A Reappraisal. **IMF Staff Papers**, vol. 56, p. 8–62, 2009.

KOSE, M. A.; PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S. Financial Globalization and Economic Policies. Cap. 65, In Dani Rodrik and Mark Rosenzweig, editors: **Handbook of Development Economics**, vol. 5, 2010.

KOSE, M. A.; PRASAD, E.; TERRONES, M. E. Does openness to international financial flows raise productivity growth? **Journal of International Money and Finance**, vol. 28, p.554–580, 2009.

KREGEL, J. Emerging Markets and the International Financial Architecture: a Blueprint for Reform. New York: The Levy Economics Institute. February, 2015. (**Working Paper No. 833**).

HENRY, P. B. Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation. **Journal of Economic Literature**, vol. 45, nº 4, p. 887-935, 2007.

LIPSEY, R. G. Reflections on the General Theory of Second Best at its Golden Jubilee. **International Tax and Public Finance**, vol.14, nº 4, p.349-364, 2007.

OBSTFELD, M. The Global Capital Market: Benefactor or Menace? **National Bureau of Economic Research**, Working Paper, n° 6559, May 1998.

OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. e SILVA, G. J. Por uma moeda parcialmente conversível: uma crítica a Arida e Bacha. **Revista de Economia Política,** vol. 24, n° 2, p. 223-237, abri./jun. 2004.

OSTRY, J. D., et al. Capital Controls: When and Why? **IMF Economic Review**, vol. 59, nº 3, 2011.

OSTRY, J. D., et al. Capital Inflows: The Role of Controls. **Staff Position Note No. 2010/04**. Washington, DC: International Monetary Fund, 2010.

PRATES, D. M. As Assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional. **R. Econ. contemp.**, Rio de Janeiro, vol. 9, n° 2, p. 263-288, mai/ago. 2005.

PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S.; KOSE, M. Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence. *Mimeo*, 2003. (www.imf.org).

RANCIÈRE, R.; TORNELL, A.; WESTERMANN, F. "financial liberalization". **The New Palgrave Dictionary of Economics**, Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 2008.

RODRIK, D. **The developing countries' hazardous obsession with global integration**. Harvard University, 2001.

RODRIK, D.; SUBRAMANIAN, A. Why Did Financial Globalization Disappoint? **IMF Staff Papers**, vol. 56, p. 112–138, 2009.

STIGLITZ, J. E. Capital market liberalization, economic growth, and instability. World Development, Washington, DC, World Bank, vol. 28, nº 6, p. 1075-1086, 2000.

STIGLITZ, J. E. Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF. ***Oxford Review of Economic Policy***, vol. 20, nº 1, 2004.

STIGLITZ, J. E. Contagion, Liberalization, and the Optimal Structure of Globalization. **Journal of Globalization and Development**, vol. 1 n° 2, p. 1-45, 2010.

STULZ, R. M. The limits of financial globalization. **Journal of Finance**, vol. 60, nº 4, p. 1595-1638, 2005.