

LIBERALIZAÇÃO E EFICIÊNCIA DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO:

UMA AVALIAÇÃO DO PERÍODO RECENTE

Projeto de Pesquisa CNPq/Bolsa de Produtividade

Período: 01/03/2010 a 29/02/2014

Palavras-chave: liberalização financeira; eficiência; sistema financeiro brasileiro

LUIZ FERNANDO RODRIGUES DE PAULA

Professor Adjunto da Faculdade de Ciências Econômicas da
Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FCE/UERJ)

Pesquisador do CNPq (Bolsa de Produtividade – Nível 1D)

ÍNDICE

Resumo.....	1
1. Relatório de atividades.....	2
2. Apresentação da problemática.....	3
3. Objetivo.....	10
4. Metodologia.....	11
5. Resultados esperados.....	17
6. Plano de trabalho e cronograma.....	17
7. Referências bibliográficas.....	20

RESUMO

O objetivo desta pesquisa é avaliar os *determinantes e impactos do processo de liberalização financeira no Brasil*, a partir da década de 1990, considerando suas duas principais dimensões: (i) a abertura da conta de capital do balanço de pagamentos; (ii) a penetração de bancos estrangeiros no setor bancário doméstico.

No que se refere à primeira dimensão pretende-se avaliar, em particular, se a liberalização da conta de capital tem contribuído (ou não) para o crescimento econômico e estabilidade financeira, e em que condições isto estaria ocorrendo, buscando em especial identificar os principais canais que relacionam essas variáveis. Para tanto, pretende-se neste particular trabalhar por um lado com a literatura teórica para avaliar benefícios e problemas relacionados à integração financeira, e de outro, aprofundar aspectos pouco explorados no Brasil sobre a pesquisa empírica, como, p.ex., o fato de que a maioria dos estudos realizados no país utilizou um índice *de jure* de liberalização financeira.

Quanto à segunda dimensão, buscar-se-á aprofundar a análise dos efeitos da entrada de bancos estrangeiros no Brasil, em especial em dois aspectos: os determinantes da estratégia de expansão dos bancos multinacionais para países emergentes (em particular para o Brasil), e os motivos pelos quais os bancos privados nacionais têm liderado o segmento privado do setor bancário brasileiro e as razões (e fontes) de sua maior eficiência vis-à-vis bancos estrangeiros.

Por fim, pretende-se, ainda, explorar teórica e analiticamente as diferentes dimensões do conceito de eficiência (e funcionalidade) do sistema financeiro – eficiência macro/micro, técnica/alocativa, etc – além da sua aplicabilidade na análise do sistema financeiro brasileiro.

1. Relatório de atividades da bolsa de produtividade CNPq do projeto em andamento (2007/2010)

O projeto de pesquisa do período 2007/2010 teve como objetivo principal avaliar as tendências e especificidades do processo de consolidação bancária no Brasil e algumas conseqüências deste processo. No período, além da bolsa de produtividade do CNPq, a pesquisa contou com apoio do PRONEX (CNPq/FAPERJ) até 2007, no âmbito do Grupo de Estudos sobre Moeda e Sistemas Financeiros, grupo de pesquisa que conta com pesquisadores de várias instituições (UFRJ, UERJ, UFRGS, UnB); e, ainda, bolsas de iniciação científica (PIBIC/CNPq/UERJ) e de auxílio técnico do CNPq.

Entre os principais resultados relacionados direta e indiretamente a pesquisa realizada pode-se destacar:

- a) Orientação de cinco dissertações de mestrado defendidas no período 2007/2009, estando em andamento outras três orientações de dissertação.
- b) Publicação de vários artigos em revistas acadêmicas, entre os quais o artigo “Banking strategy and credit expansion: a post-Keynesian approach”, publicado na *Cambridge Journal of Economics* (2008), 4 artigos estão em fase de submissão.
- c) Publicação de artigos em livros nacionais e internacionais, com destaque para o artigo “Banking in Latin America” (co-autoria com F.Cardim de Carvalho e J. Williams), publicado no livro *Oxford Handbook on Banking* (Oxford University, 2009), organizado por Allan Berger et al.
- d) Co-organização de três livros: “Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação” (Editora da FGV, 2009), “Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries” (Palgrave Macmillan, 2008), e “Sistema Financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro” (Campus/Elsevier, 2007).
- e) Co-autoria do livro-manual “Economia Monetária e Financeira”, 2ª edição revista e ampliada (Campus, 2007).
- f) Prêmio IPEA-Caixa 2007, 2º lugar na categoria artigo, para o paper “Eficiência bancária e expansão do crédito no Brasil: uma avaliação recente” (co-autoria com J.A. Faria).

2. Apresentação da problemática

Desde o início dos anos 1990, o Brasil e outros países latino-americanos, como Argentina e México, seguiram um modelo de desenvolvimento econômico, que em termos bastante amplo foi inspirado no Consenso de Washington¹. Este Consenso incluía um conjunto de medidas liberalizantes e políticas de mercado (“market friendly policies”) tais como privatização, liberalização comercial, estímulo ao investimento direto estrangeiro, liberalização financeira, disciplina fiscal, reforma tributária, reformas trabalhista e previdenciária, estabilização de preços, respeito aos direitos de propriedade, etc. Liberalização financeira no Brasil e na América Latina é parte de um conjunto de reformas liberalizantes implementadas durante os anos 1990, que objetivava re-inserir a economia brasileira à economia mundial, depois da “década perdida” de 1980.

Os argumentos favoráveis a liberalização dos movimentos de capital tomam como base a teoria dos mercados eficientes, segundo o qual os preços refletem toda a informação disponível para os agentes econômicos, e estes fazem o melhor uso das informações disponíveis em suas previsões dos preços futuros dos ativos, permitindo, assim, que os agentes formem suas expectativas racionais como base para as decisões maximizadoras das funções utilidades (Singh, 2004). Em particular, a eficiência ótima da alocação global de recursos resulta também do teorema de Heckscher-Ohlin, segundo o qual a taxa de retorno dos fatores de produção de cada país depende da disponibilidade relativa dos fatores e, portanto, países com escassez de capital têm um rendimento real do investimento marginal maior do que nos países desenvolvidos com abundância de capital. O livre fluxo de capitais, em mercados eficientes, permitiria a busca de retornos marginais maiores, reduzindo assim a escassez relativa de capital nos países em desenvolvimento. Assim, a liberalização da conta capital é vista como um caminho inevitável para o desenvolvimento, uma vez que o movimento livre de capitais facilita a alocação global de poupanças e ajuda a canalizar recursos para usos mais produtivos, aumentando o crescimento econômico e bem-estar (Fischer, 1998; Dornbusch, 1998).

Prasad et al (2003) resumem os potenciais benefícios da liberalização financeira para países emergentes, relacionados a: (i) o maior acesso a mercados externos financeiros

¹ Ver, a respeito, do Consenso de Washington, Williamson (1990), e para uma visão crítica, Stiglitz (2000).

(provavelmente a custos menores de capital devido a melhor alocação de risco), aumentando a eficiência na alocação de poupanças no mundo e proporcionando melhores oportunidades para países dividirem o risco macroeconômico e assim suavizar o consumo²; (ii) a pressão para um aprimoramento na supervisão financeira dos mercados financeiros domésticos; (iii) o maior acesso ao “know-how” tecnológico e conhecimento de outros países através do investimento direto estrangeiro (transferência de tecnologia); (iv) o desenvolvimento do setor financeiro devido aos efeitos positivos da entrada de bancos estrangeiros sobre a oferta de crédito e estimulando melhores práticas bancárias, e também fluxos de capitais de portfólio que aumentam a liquidez nos mercados de capitais domésticos, permitindo o desenvolvimento destes; (v) a maior especialização da produção, levando ao aumento na produtividade, devido ao melhor gerenciamento de risco; (vi) a disciplina do mercado pode estimular políticas macroeconômicas consistentes, uma vez que a atuação dos investidores internacionais atua como uma força de mercado que penaliza as más políticas e recompensa as boas políticas.

As críticas à liberalização financeira têm sido feitas principalmente por economistas de uma vertente mais keynesiana, seja novo-keynesiana, seja pós-keynesiana³.

Stiglitz e Rodrik criticam a alocação ótima de recursos nos mercados financeiros em função da existência de assimetria de informações, que impede que a liberalização financeira, seja doméstica ou internacional, resulte em melhoria no bem-estar. A existência de informação assimétrica gera custos de obtenção de informação e impede a eficiente precificação e alocação de recursos. Assim, as falhas de mercado surgem da informação assimétrica, “incompletude” de mercados contingentes, e racionalidade limitada (ou mesmo irracionalidade) que são endêmicas a mercados financeiros (Rodrik, 1998, p.4). Neste sentido, fluxos de capitais seriam caracterizados por “manias e pânico” (Bhagwati, 1998, p.8), sendo que “o paradigma de mercados eficientes é basicamente enganoso quando aplicado a fluxos de capitais” (Einhengreen, 2004, p.3). Stiglitz (2000) critica o argumento de que a integração financeira internacional promove maior estabilidade macroeconômica,

² O argumento subjacente é que os fluxos de capitais externos evitam quedas profundas no consumo nacional durante a desaceleração cíclica – em caso de distúrbios cíclicos em termos de comércio, produto ou demanda externa – já que o consumo flutuaria menos do que a renda disponível caso exista a possibilidade de conseguir empréstimos do resto do mundo durante os períodos de queda da renda.

³ Para uma avaliação da abordagem convencional sobre liberalização financeira e dos seus críticos, ver Damasceno (2007).

já que a mesma está associada a maior instabilidade, pelo fato dos fluxos de capitais serem marcadamente pró-cíclicos, exacerbando as flutuações econômicas, quando não as causando, e expondo os países as vicissitudes associadas a mudanças nas circunstâncias econômicas de fora do país⁴. Assim, este autor sustenta que a integração financeira internacional desestimula o investimento e crescimento econômico, uma que vez que a liberalização financeira, por um lado, facilita a fuga de capitais do país, com efeitos adversos sobre o crescimento econômico, e de outro, resulta na presença do risco de instabilidade que acaba por desencorajar as decisões de investimento.

Pós-keynesianos também rejeitam a hipótese dos mercados eficientes e das expectativas racionais para explicar o comportamento dos mercados financeiros (Glickman, 1994; Davidson, 2002, cap.11). Em um mundo caracterizado pela incerteza, em que os fundamentos não fornecem um guia confiável sobre o futuro, uma vez que a base informacional sobre o qual se apóiam as decisões humanas sobre acumulação de riqueza é incompleta, as avaliações futuras dos mercados são sempre sujeitas a desapontamentos. Nesta perspectiva, o “valor intrínseco” ou “fundamental” dos preços dos ativos não é passível de cálculo num ambiente caracterizado pela incerteza no sentido Knight-Keynes, já que a taxa de desconto varia de acordo com as percepções de risco que se alteram em respostas a eventos e, por isso, não são passíveis de conhecimento. Assim, práticas especulativas de curto prazo e não os fundamentos de longo prazo determinam os preços dos ativos. Neste contexto, a integração financeira internacional tem sido fonte de instabilidade ampliada no que se refere à ocorrência de crises cambiais e ataques especulativos e à diminuição no grau de liberdade de políticas econômicas domésticas, com efeitos profundos sobre as variáveis reais da economia (produto e emprego). Especulação, uma atividade de antecipação da psicologia do mercado, em uma economia global, tem caráter disruptivo não somente em mercados domésticos, mas sobre países como um todo, criando uma espécie de cassino financeiro ampliado (Alves Jr et al, 1999/2000). Em particular, sob condições de mobilidade de capitais a taxa de câmbio passa a ser cada vez mais determinada pelas decisões de portfólio dos investidores internacionais. Assim, fluxos

⁴ Resende e Amado (2007), utilizando um referencial teórico minkiano, mostram evidências empíricas de que os ciclos de crescimento nos principais países da América Latina (Argentina, Brasil e México) se comportam de modo reflexo aos ciclos de liquidez internacional, indo ao encontro ao argumento de pró-ciclicidade dos fluxos de capitais de Stiglitz.

de capitais passam a ter uma forte influência sobre os mercados cambiais, tornando as taxas de câmbio bem mais voláteis do que seriam se seus movimentos fossem explicados pelo comportamento dos fluxos de comércio e serviços produtivos (Harvey, 2003).

Concluindo, do exposto fica claro que nas duas vertentes keynesianas o processo de liberalização da conta capital, em que pese os benefícios reais da integração financeira, tem efeito instabilizador sobre economias emergentes, tornando os países mais propensos a reversões cíclicas, resultando em efeitos duvidosos sobre o crescimento econômico.

Já a *literatura empírica* sobre liberalização empírica e desempenho econômico é inconclusa em estabelecer uma relação robusta entre liberalização financeira e crescimento econômico. Uma dificuldade que afeta a eficácia dos testes empíricos é que não há uma medida amplamente aceita do grau de controle efetivamente praticado em cada economia. Em que pese essas limitações, há uma vasta literatura que busca aferir a existência de uma relação positiva ou negativa entre liberalização financeira (ou controles de capitais) e crescimento econômico. Rodrik (1998), ao investigar a relação entre liberalização da conta de capitais e algumas variáveis macroeconômicas em 1975/89 em quase cem países, concluiu que “os dados não oferecem nenhuma evidência de que países em desenvolvimento sem controle de capitais tenham crescido mais rápido, investido mais, ou experimentado inflação menor. Controles de capitais são essencialmente não-correlacionados com o desempenho econômico no longo termo, uma vez que controlemos outros determinantes” (p. 61). Quinn (1997), por sua vez, utilizando-se de indicadores que construiu de intensidade de controles, obteve um resultado de que a liberalização favoreceu o crescimento. Mas, como aponta um estudo detalhado do FMI (Edison et al, 2002) sobre o assunto, os resultados de Quinn são dominados pelo que ocorreu com os países da OCDE. Edison et al (2002) concluem, utilizando os indicadores de liberalização de Quinn, que o efeito positivo da liberalização financeira foi maior nos países em desenvolvimento que nos desenvolvidos, mas reconhecem que esse resultado se deve principalmente aos países do leste asiático. Prasad et al (2003, p.6) sintetizam os achados empíricos obtidos nos estudos realizados, concluindo que “um estudo sistemático das evidências sugere que é difícil estabelecer uma relação causal robusta entre integração financeira [e crescimento econômico]”, além de sugerirem que as crises externas da década de 1990 podem ter aumentado a volatilidade macroeconômica dos países em desenvolvimento, como

evidenciado pelo aumento na volatilidade do consumo por parte dos países emergentes financeiramente integrados (ver também Kose et al, 2004).

Os resultados inconclusos acima (em parte devido às próprias dificuldades de aferir em um índice o processo de integração financeira) têm gerado duas abordagens propositivas. Uma primeira (Kose et al, 2006), mais favorável aos efeitos da integração financeira, defende que os países emergentes podem se beneficiar do processo de globalização financeira, mas para tanto esta deve ser acompanhada por um conjunto de pré-condições (desenvolvimento do mercado financeiro, qualidade institucional, políticas macroeconômicas saudáveis e integração comercial)⁵. Outra abordagem recomenda cautela nos processos de liberalização financeira e a adoção – quando necessário - de controles de capitais que evitem as conseqüências reais devastadoras da volatilidade dos fluxos de capitais (Stiglitz, 2000); e ainda proposições de reforma no sistema financeiro internacional (Eatwell e Taylor, 2000; Davidson, 2002).

Além da liberalização da conta de capital, outro aspecto importante da liberalização financeira é a *flexibilização nas normas de entrada de bancos estrangeiros*, que conforme destacado no item “iv” acima, estimularia o desenvolvimento do sistema financeiro. É importante destacar que esta flexibilização nos anos 1990 ocorreu em um momento de expansão de bancos multinacionais que, pressionados em sua redução na margem de intermediação financeira (em parte devido a redução nas barreiras a entrada), procuram diversificar e ampliar a escala de seus negócios, mudando a sua estratégia de “seguir o cliente” para uma estratégia mais ampla de penetração no mercado bancário varejista (Curry et al, 2003; Slager, 2006). De acordo com a literatura internacional, a presença de bancos estrangeiros, em particular em países em desenvolvimento, pode ter efeitos positivos sobre a eficiência do setor bancário doméstico, uma vez que: (i) passam a ter acesso a fundos externos; (ii) fortalece o sistema financeiro ao aumentar sua saúde e solidez de modo a ajudar a aprimorar a sua resistência a choques; (iii) permite a incorporação de melhor práticas gerenciais e aprimoramentos tecnológicos, aumentando a eficiência operacional do setor (Peek e Rosengren, 2000).

⁵ Uma crítica que se faz a esta abordagem é que tais patamares referem-se justamente aos mesmos fatores apontados pelos mesmos autores como benefícios colaterais, gerando uma contradição lógica entre conseqüências e pré-requisitos (Priewe, 2008).

De acordo com a literatura internacional (Levine, 1996; Deminguç-Kunt e Huizinga, 1998; Claessens *et al*, 2001; entre outros), as evidências empíricas mostram que, em termos gerais, os bancos estrangeiros são menos eficientes que os bancos domésticos nos países desenvolvidos, mas mais eficientes do que os bancos domésticos em economias emergentes, e os motivos para tanto são semelhantes aos acima ressaltados, ou seja, a maior estabilidade dos bancos estrangeiros, a maior propensão à inovação dos bancos estrangeiros e, ainda, o fato de que eles têm uma supervisão mais rigorosa em seu país nativo⁶.

Ao final dos anos 1980 e início dos 1990, Brasil e outros países latino-americanos começaram a liberalizar os controles de capitais existentes que incidiam sobre a conta de capital do balanço de pagamentos. Em 1991, o governo brasileiro autorizou a aquisição de ações de firmas brasileiras na bolsa de valores do país por parte dos investidores institucionais. Em 1992 o Banco Central permitiu que uma conta especial de não-residentes (CC5) pudesse ser operada mais livremente por instituições financeiras estrangeiras, o que acabou criando na prática um canal privilegiado para remessa de recursos para exterior, inclusive por parte de residentes, que foi bastante usado durante períodos de contágios de crises cambiais externas. Para alguns autores a nova CC5 permitiu uma conversibilidade *de facto* da conta de capital no Brasil, ainda que a legislação existente permitisse a adoção de controles a qualquer momento (Franco e Pinho Neto, 2004). Em 1994/95 a autoridade monetária utilizou a manipulação dos prazos mínimos para empréstimos externos e adotou um imposto (IOF de 5 a 9%) sobre aplicações títulos por parte de investidores estrangeiros, procurando arrefecer um pouco o fluxo de entrada de capitais e dar algum grau de liberdade na política monetária em contexto de um câmbio semi-fixo⁷. Depois da crise cambial de 1999 e da adoção de um regime de câmbio flutuante, as autoridades econômicas brasileiras implementaram gradativamente várias normas que resultaram em uma maior flexibilidade no mercado cambial, incluindo a unificação dos mercados de taxa de câmbio, a

⁶ Para um *survey* sobre as implicações da entrada dos bancos estrangeiros em países emergentes, ver Clarke *et al* (2001). O livro organizado por Litan et al (2001) efetua uma análise abrangente dos efeitos da entrada de bancos estrangeiros em economias emergentes, considerando tanto os diferentes mercados financeiros (setor bancário, seguro etc.) quanto diferentes experiências nacionais.

⁷ Esses controles foram avaliados, de modo geral, como pouco eficazes para aquilo que se propunham.

simplificação dos procedimentos relacionados a remessa de capital para outros países e maior flexibilidade na exigência de cobertura cambial para operações de exportação⁸.

No que se refere a entrada de bancos estrangeiros no mercado doméstico, Brasil, assim como outras grandes economias da América Latina⁹, a liberalização resultou em boa medida dos efeitos do contágio da crise mexicana em 1994/95, com o objetivo de fortalecer (e re-capitalizar) o fragilizado setor bancário nacional. De fato, antes de 1995 as normas eram mais restritivas no setor bancário. Contudo, embora a Constituição de 1988 proibisse a instalação de novos bancos estrangeiros no país, ela permita a entrada “caso a caso” através de autorizações resultantes de acordos internacionais, de reciprocidade ou do interesse do governo brasileiro. O “distress” bancário de 1995 de certa forma concedeu a oportunidade para o governo federal privatizar os bancos estaduais e permitir uma entrada limitada de alguns bancos estrangeiros no setor bancário doméstico – como o caso do ABN-Amro, HSBC e Santander (Carvalho, 1998). Comparativamente a outros países da América Latina, a penetração de bancos estrangeiros no Brasil foi relativamente menor, em parte devido ao gradualismo no processo de abertura, em parte devido a reação de bancos privados nacionais, que se fragilizaram menos do que seus congêneres latino-americanos e participaram ativamente do onda de fusões e aquisições bancárias que ganhou força a partir de 1997¹⁰.

Os estudos sobre a liberalização da conta de capital no Brasil mostram em geral que não há uma relação robusta entre liberalização financeira e crescimento econômico no país, resultando até em maior volatilidade das variáveis macroeconômicas (Oreiro et al, 2005; Ono et al, 2006; Van der Laan, 2006¹¹); alternativamente, Goldfajn e Minella (2005) mostram evidências de que a liberalização da conta capital no Brasil tenha reduzido a

⁸ Para maiores detalhes sobre a desregulamentação normativa sobre fluxos de capitais, ver Goldfajn e Minella (2005) e Van der Laan (2007).

⁹ Ver, a respeito, Paula e Alves Jr (2007).

¹⁰ Enquanto que o segmento dos bancos estrangeiros tinha 48% do total de ativos do setor bancário na Argentina e 82% no México em 2004, no Brasil tal participação era de 27% (Domanski, 2005, p.72).

¹¹ Oreiro et al (2004) utilizam uma regressão com método dos mínimos quadrados para o período 1994-2000 com dois índices de controle de capitais, dívida pública/PIB e variação do risco-país, e mostram que tais índices têm efeito irrelevante sobre o prêmio de risco-país. Já Ono et al (2005) utilizam a metodologia VAR para um conjunto de variáveis macroeconômicas mais um índice de controle de capitais para o período 1990-2001, encontram que a taxa de juros responde negativamente aos controles de capitais, enquanto que a taxa de câmbio não responde a variações no índice de controle de capitais. Van der laan (2007), por sua vez, utilizando a metodologia VAR e usando um índice de jure e um índice de facto de integração financeira para 1994-2005, não encontra uma relação robusta entre liberalização financeira e crescimento econômico.

volatilidade do consumo e da taxa de crescimento do PIB. O debate brasileiro, tanto analítico-teórico quanto empírico, tem em parte se centrado em torno da proposição de adoção de jure da plena conversibilidade da conta de capital feita por Arida (2003a, 2003b), sendo que os argumentos não diferem muito daqueles levantados pela literatura internacional¹². Quanto os efeitos da penetração dos bancos estrangeiros, os estudos em geral, utilizando diferentes instrumentos de avaliação empírica mostram que os bancos privados nacionais são mais eficientes do que os bancos estrangeiros (Carvalho, 2002; Guimarães, 2002; Paula, 2002; Faria Jr et al, 2007)¹³, ao contrário dos achados da literatura internacional. Carvalho (2002), contudo, mostra evidências de que a entrada de bancos estrangeiros não elevou a oferta de crédito no mercado bancário doméstico. Já Fachada (2008), utilizando técnica de estimação em painel com 65 bancos para o período 1996/2006, encontrou que a maior participação de bancos estrangeiros no Brasil reduziu os custos administrativos dos bancos domésticos, mas não a sua lucratividade – em linha com os achados da literatura internacional segundo o qual a internacionalização força os bancos locais a operarem de forma mais eficiente. A reação dos bancos privados nacionais a entrada de bancos estrangeiros no Brasil no período recente parece não ter paralelo nos países emergentes que passaram por um processo mais intenso de penetração de tais bancos.

3. Objetivo

O objetivo desta pesquisa é avaliar os *determinantes e impactos do processo de liberalização financeira no Brasil*, a partir da década de 1990, considerando suas duas principais dimensões: (i) a abertura da conta de capital do balanço de pagamentos; (ii) a penetração de bancos estrangeiros no setor bancário doméstico.

No que se refere à primeira dimensão pretende-se avaliar, em particular, se a liberalização da conta de capital tem contribuído (ou não) para o crescimento econômico e estabilidade financeira, e em que condições isto estaria ocorrendo, buscando em especial identificar os principais canais que relacionam essas variáveis. Para tanto, pretende-se neste

¹² Críticas a proposta do Arida foram feitas por Belluzzo e Carneiro (2004), Oreiro et al (2004) e Ferrari et al (2005).

¹³ Uma exceção é Silva e Jorge Neto (2002).

particular trabalhar por um lado com a literatura teórica para avaliar benefícios e problemas relacionados à integração financeira, e de outro, aprofundar aspectos pouco explorados no Brasil sobre a pesquisa empírica, como, p.ex., o fato de que a maioria dos estudos realizados no país utilizou um índice *de jure* de liberalização financeira.¹⁴

Quanto à segunda dimensão, buscar-se-á aprofundar a análise dos efeitos da entrada de bancos estrangeiros no Brasil, em especial em dois aspectos: os determinantes da estratégia de expansão dos bancos multinacionais para países emergentes (em particular para o Brasil), e os motivos pelos quais os bancos privados nacionais têm liderado o segmento privado do setor bancário brasileiro e as razões (e fontes) de sua maior eficiência vis-à-vis bancos estrangeiros.

Por fim, pretende-se, ainda, explorar teórica e analiticamente as diferentes dimensões do conceito de eficiência (e funcionalidade) do sistema financeiro – eficiência macro/micro, técnica/alocativa, etc – além da sua aplicabilidade na análise do sistema financeiro brasileiro.

4. Metodologia

A pesquisa será desenvolvida através de duas linhas de investigação, que serão trabalhadas de forma interdependente e concomitante:

4.1. Investigação teórico-analítica

A pesquisa pretende explorar e contribuir para o avanço de aspectos teórico-analíticos relativos aos efeitos do processo de liberalização financeira em países emergentes, através da avaliação e um exame crítico de seus principais conceitos, desenvolvimentos e análises realizadas a partir da literatura disponível. Também é de particular interesse nesta linha de investigação a discussão conceitual e teórica a respeito da eficiência do sistema financeiro em suas diversas dimensões (macroeconômica/microeconômica, produtiva/alocativa/técnica, etc.). Em particular, serão exploradas a dimensão macroeconômica (funcionalidade e solidez do sistema financeiro; estabilidade

¹⁴ Para maiores detalhes, ver seção seguinte.

financeira) e a dimensão microeconômica (eficiência operacional) da eficiência do sistema financeiro.

A dimensão *macroeconômica* da eficiência do sistema financeiro pode ser vista em duas dimensões. Primeiro, as condições para que a economia possa crescer com estabilidade financeira e baixa propensão a crises externas. Segundo, suporte à estabilidade do sistema financeiro como um todo e à capacidade de mobilizar (ou criar) recursos financeiros (financiamento) para dar sustentação e estímulo às decisões de gastos dos agentes (firmas e famílias). Em outras palavras, relaciona-se de *como* o sistema financeiro suporta financeiramente um crescimento econômico estável.¹⁵ No que se refere especificamente a discussão sobre funcionalidade do sistema financeiro no contexto de liberalização da conta de capital, uma das questões atuais é a investigação dos canais e relações possíveis entre liberalização da conta de capital, crescimento econômico e crises financeiras.

A dimensão *microeconômica* refere-se, por sua vez, à habilidade do sistema financeiro prover financiamento aos investidores e outros agentes ao menor custo possível. Neste sentido, um sistema financeiro funcional – integrando a dimensão macroeconômica e microeconômica de eficiência - seria aquele capaz de expandir com flexibilidade o provimento de recursos financeiros na economia com um mínimo possível de fragilidade financeira e com custos de financiamento mínimos e reduzidos.¹⁶ Embora a dimensão macro e micro da eficiência do sistema financeiro estejam normalmente relacionadas, é possível existirem situações em que um sistema financeiro é eficiente do ponto de vista microeconômico, mas não eficiente na sua dimensão macroeconômica (por exemplo, expansão da oferta de crédito) – tipicamente foi o caso do sistema financeiro brasileiro na década de 1980.

Um aspecto importante na discussão da funcionalidade do sistema financeiro é a questão da eficiência alocativa, vista não somente do ponto de vista da capacidade de mobilizar recursos para dar sustentação a um crescimento econômico financeiramente estável (dimensão macro, vista acima), mas também do ponto de vista de quem tem acesso ao crédito. Esta questão é importante porque recentes mudanças mais gerais nos sistemas

¹⁵ Nesta linha, o trabalho mais conhecido é Levine (2007). Ver, também, Studart (1995).

¹⁶ Para um aprofundamento, ver Studart (1995-96) e Levine (1997).

financeiros, como por exemplo a onda de fusões e aquisições bancárias que têm resultado em um processo de consolidação bancária e o estabelecimento de novas estratégias de expansão dos conglomerados financeiros universais, procurando ampliar tanto a gama de serviços oferecidos como diversificar a clientela, têm gerado frequentemente um processo de “exclusão financeira”, em particular em países emergentes como o Brasil. Exemplos de processos de exclusão financeira incluem a diminuição na oferta de crédito para pequenas e médias empresas ou para regiões geográficas de mais baixa renda que normalmente tem seguido as F&As bancárias, tal como documentado na literatura.

4.2. Investigação empírico-quantitativa

Nessa linha de pesquisa objetiva-se a elaboração de indicadores (indicadores/índices de integração financeira; indicadores para aferir eficiência do setor bancário, etc.), e também dados em tabelas e gráficos, de modo a permitir uma avaliação dos efeitos da liberalização financeira no Brasil nas duas dimensões acima ressaltadas. Pretende-se utilizar, ainda, como instrumento de análise, estatística descritiva e técnicas de econometria, envolvendo nesse caso a definição das variáveis e do modelo a ser testado, estimação e testes. Um banco de dados, a ser alimentado de forma permanente mesmo após a conclusão do projeto, servirá de base para simulação de resultados¹⁷.

Na linha de investigação empírico-quantitativa especial atenção será dada a construção e avaliação de índices de liberalização/integração financeira, i.e., tanto índices *de jure* (normativo) como índices *de facto* (relacionados aos fluxos de capitais), de modo a permitir aferir a liberalização da conta de capital em suas diferentes dimensões (note que um país pode ser restringido do ponto de vista de *jure* e ser integrado do ponto de vista de *facto*, como é o caso da China). Como já assinalado, a grande maioria dos estudos brasileiros (Soihet, 2002; Oreiro et al, 2005; Van der Laan, 2007) utilizaram alguma adaptação do índice de controle de capitais elaborado por Cardoso e Goldfajn (1998)¹⁸.

¹⁷ Este trabalho terá auxílio de um auxiliar de pesquisa do Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Científica (PIBIC) da UERJ e de dois bolsistas de Apoio Técnico a Pesquisa do CNPq, sendo um com nível de graduação.

¹⁸ O índice de controle de capitais de Cardoso e Goldfajn (1998) avalia as normas implementadas sobre fluxos de capitais e pretende avaliar as mudanças mensais na legislação relacionada aos fluxos de entrada e fluxos de saída de capitais. Para este propósito, foram desenvolvidos dois índices, $\Delta CC1$ and $\Delta CC2$, definidos como

Assim, pretende-se construir também índices de integração financeira de facto para melhor analisar as relações acima¹⁹. O desenvolvimento de tais índices é fundamental para testar a relação da liberalização financeira com variáveis macroeconômicas, como taxa de juros, taxa de investimento, taxa de câmbio, taxa de crescimento do PIB, risco-país etc. dependendo da hipótese definida previamente. A metodologia VAR pode ser utilizada para avaliar os choques das variáveis macroeconômicas, mas outros procedimentos econométricos poderão ser utilizados.

Por outro lado, será avaliada a eficiência do setor bancário brasileiro, assim como as fontes da eficiência (diminuição nos custos administrativos, aumento na oferta de crédito, etc.), com ênfase na comparação entre segmentos do setor bancário por controle de capital (bancos privados nacionais, bancos estrangeiros e bancos públicos), com ênfase nos grandes bancos varejistas (Banco do Brasil, Itaú, Bradesco, CEF, Santander, HSBC etc.), que se destacam não somente pelo seu tamanho (em termos de ativo, crédito e depósito), como também por atuarem com uma ampla rede de agências buscando atender uma clientela diversificada. Os efeitos da onda recente de F&As bancárias sobre a eficiência do setor bancário também serão ressaltados, uma vez que a quase totalidade dos grandes bancos varejistas participaram deste processo (com exceção da CEF). Adicionalmente, esses bancos poderão ser comparados a um grupo de controle, composto de bancos de médio e grande porte (Safra, Citibank, Votorantim, Banco do Nordeste etc.) que não participaram das F&As. Para tanto, será utilizada a técnica Análise Envoltória de Dados

combinações lineares nas restrições sobre fluxos a entrada e fluxos na saída, de modo que: $\Delta CC_1 = \Delta RI - 0,5.\Delta RO$; $\Delta CC_2 = \Delta RI + 0,5.\Delta RO$; onde (i) ΔRI é a medida para fluxos de entrada, para o qual qualquer mudança nas normas que reduza tais capitais é atribuído valor 1, e mudanças que estimulem a entrada de capitais é igual a -1; (ii) ΔRO é a medida de fluxos de saída, em que qualquer mudança nas normas que reduzam tais fluxos é atribuído valor igual a 1 e que estimulam a saída de capitais - 1. Uma alternativa é o índice de abertura financeira de Chinn e Ito (2006) baseado nos componentes principais extraídos da conta capital desagregada e de medidas de restrição na conta corrente, a partir da AREAER (FMI).

¹⁹ Um índice *de facto* simples – e bastante usado – é somar em módulo os fluxos de entrada e os fluxos de saída de capitais, dividindo pelo PIB, criando um índice similar a integração comercial. Lane e Milesi-Ferretti (2003, 2006) sugerem a construção de uma medida de integração financeira internacional - IFIGDP - que é a

soma dos estoques de ativos e passivos externos divididos pelo GDP, em que $IFIGDP_{it} = \frac{(FA_{it} + FL_{it})}{GDP_{it}}$,

onde *FA* (*FL*) denotam os estoques de ativos (passivos) externos. Este índice, portanto, considera ativos e passivos, incluindo tanto a habilidade dos estrangeiros de investirem em um país, quanto a habilidade de residentes de investirem no exterior e, por isso, é entendido como adequado para aferir o grau de integração financeira internacional de um país.

(DEA²⁰), de modo a calcular a eficiência técnica e de escala²¹, permitindo assim a realização de estudos comparativos entre bancos.

Para calcular a eficiência usando o DEA será utilizado o software *Frontier Analyst*, programa que calcula a eficiência e redefine a medida de desempenho das organizações com análise da fronteira²². A fronteira de eficiência permite ao pesquisador estimar empiricamente o quão perto cada firma está localizada em relação a fronteira, permitindo, ao fornecer um valor numérico de eficiência, ranquear as instituições analisadas. Esta fronteira é normalmente construída a partir do conjunto de dados fornecidos pelo pesquisador, sendo a eficiência produtiva relativa (a distância da fronteira de melhor prática), ao invés da eficiência produtiva absoluta (a distância da verdadeira fronteira), o conceito que é normalmente utilizado. O programa oferece a opção de calcular a eficiência nos modelos CCR (retornos constantes de escala) e BBC (retornos variáveis de escala), nos dois casos com orientação para insumo ou produto, além de oferecer resultados do ranking das eficiências por unidade produtiva (DMU) e o potencial de melhoria de todos os inputs e outputs para cada DMU. Vários modelos combinando inputs e outputs poderão ser utilizados, sendo o mais comumente utilizado o modelo de intermediação financeira, que tem como inputs – despesas administrativas e de pessoal (ou número de funcionários), depósitos totais, e permanente mais imobilizado – e como outputs – operações de crédito e aplicações em títulos e valores mobiliários.

Para avaliar algumas possíveis variáveis explicativas da eficiência dos bancos, seguiremos o procedimento adotado por Fethy et al (2000), Banker e Natarajan (2001), entre outros, de aplicar modelos econométricos considerando os valores de eficiência

²⁰ Ver, entre outros, Charnes et al (1978).

²¹ Em trabalho anterior, Faria et al (2007), calculamos a eficiência técnica dos bancos de um grupo de 6 bancos que participaram das fusões e aquisições bancárias até 2005.

²² Segundo Casu e Molyneux (2002, p.124) não existe ainda um consenso quanto ao melhor método para medição da fronteira eficiente. A abordagem que utiliza métodos paramétricos impõe uma forma funcional particular que pressupõe ser a forma da fronteira; se esta forma estiver errada, a medida de eficiência pode ser confundida com erro de especificação. Por outro lado, a abordagem que utiliza métodos não-paramétricos impõe menor estrutura na fronteira, porém não permite o erro aleatório; portanto, se este erro existir, a eficiência medida pode ser confundida com este desvio da verdadeira fronteira eficiente. Berger e Humphrey (2000) ao efetuarem um survey de 130 estudos sobre eficiência em instituições financeiras nos EUA e na Europa, constataram que 60 utilizaram técnicas paramétricas e 69 técnicas não-paramétricas, enquanto que apenas 1 estudo utilizou outro tipo de técnica para avaliar a eficiência. De modo geral, a evidência empírica da literatura recente sugere que as estimativas de eficiência através de abordagens paramétricas e não-paramétricas são bastante similares, embora o último resulte normalmente em uma eficiência média estimada um pouco mais baixa e com uma maior dispersão.

calculados pela técnica DEA como variável explicada. Estas variáveis explicativas podem ser classificadas como *variáveis de entorno* – que como o nome sugere, são aquelas relacionadas ao entorno macroeconômico e regulatório que podem afetar a eficiência do banco - e *variáveis intrínsecas*, que são aquelas que dependem, em algum grau, do comportamento e decisões tomadas pelos próprios bancos, podendo ser consideradas de natureza mais microeconômica.

A pesquisa empírica será realizada ainda através da coleta, preparação e análise de dos seguintes dados e informações:

- a) informações sobre as mudanças no aparato regulatório-institucional no setor bancário e sobre fluxos de capitais no Brasil, a partir de informações sobre regulamentações junto ao Banco Central, e de jornais especializados (Valor e Gazeta Mercantil);
- b) dados sobre fluxos de capitais e outras variáveis macroeconômicas, obtidos no website do BCB e IPEADATA;
- c) dados relativos aos balanços patrimoniais dos bancos consolidados no Brasil, obtidos no website do BCB²³;
- c) informações sobre as estratégias dos bancos privados brasileiros e outras informações gerais sobre o sistema bancário brasileiro, através de jornais e revistas especializadas e de negócios (Valor, Gazeta Mercantil, Exame, etc.).
- d) informações e dados gerais sobre o sistema financeiro internacional, tomando como referência estudos feitos sobre países e dados de instituições internacionais, como FMI e BIS, e de revistas especializadas, como *Euromoney*, *The Banker* e *The Economist* (suplemento especial sobre sistema financeiro).

²³ Consolidado bancário, conforme definição do BCB, inclui conglomerado em cuja composição se verifica pelo menos uma instituição do tipo banco comercial ou banco múltiplo com carteira comercial, e ainda instituições financeira do tipo comercial, banco múltiplo com carteira comercial ou Caixa Econômica que não integrem conglomerados.

5. Resultados esperados

- a) Desenvolvimento de um **banco de dados** com informações e indicadores sobre o setor bancário brasileiro e de outros países, que poderá ser, posteriormente, acessado por outros pesquisadores (graduandos, pós-graduandos, professores etc.) interessados no tema.
- b) Elaboração de **trabalhos** (*papers*)²⁴ – sendo alguns deles em co-autoria com pós-graduandos ou, ainda, com pesquisadores participantes do Grupo de Estudos sobre Moeda e Sistemas Financeiros - contendo resultados parciais e finais com vistas à publicação em revistas científicas nacionais e estrangeiras.
- c) Orientação de **monografias e dissertações de mestrado**, relacionados direta e indiretamente ao tema do projeto de pesquisa.
- d) Realização de **seminários internos** para apresentação de discussão de resultados parcial e final do projeto. Pretende-se também submeter os resultados parciais da pesquisa – sob a forma de *papers* – para Encontros (ANPEC, SEP, etc.) e Congressos de economia, no Brasil e no exterior, além procurar discuti-los em outras instituições universitárias e de pesquisa.

6. Plano de trabalho e cronograma

O projeto está planejado para ser realizado em oito semestres (quatro anos), de acordo com o cronograma que se segue, onde são especificados os produtos esperados em cada fase²⁵.

Março de 2010 a Fevereiro de 2011:

(i) Coleta de bibliografia; (ii) Sistematização da base teórica da pesquisa e identificação das questões centrais de cada uma das duas linhas do projeto (teórica-analítica e empírico-quantitativa); (iii) Alimentação do banco de dados e produção e análise dos indicadores (inclusive índices de liberalização financeira); (iv) Discussão dos modelos a serem utilizados na análise da eficiência; (v) Elaboração de um artigo teórico-analítico que discuta

²⁴ Para maiores detalhes, ver seção 6 a seguir.

²⁵ O cronograma poderá sofrer alterações em função do andamento do trabalho de pesquisa.

o caráter multidimensional da eficiência do sistema financeiro, em sua dimensão macroeconômica e microeconômica; (vi) Elaboração de um artigo (survey) discutindo a relação entre liberalização da conta capital, crescimento econômico e crises financeiras, com base na literatura teórica e empírica existente.

Março de 2011 a Fevereiro de 2012:

(i) Realização de um seminário (com professores e alunos) na pós-graduação em Economia da UERJ para avaliação dos resultados obtidos no primeiro ano da pesquisa, englobando os seguintes tópicos: base teórico-analítica da pesquisa, constituição de banco de dados e discussão sobre indicadores selecionados ou elaborados; (ii) Definição final das variáveis a serem utilizadas nos modelos de eficiência a partir de dados dos balanços dos bancos e cálculo da fronteiras de eficiência utilizando o DEA; (iii) Elaboração de um *paper* avaliando a evolução recente da eficiência do setor bancário brasileiro com base nos dados construídos na pesquisa empírica, procurando em particular aferir se a recente onda das F&As bancárias resultou em um aumento na eficiência e quais segmentos de propriedade de capital (privado, público, estrangeiro) tiveram melhor desempenho; (iv) Elaboração de um artigo que avalie o processo de liberalização da conta de capital no Brasil - utilizando os indicadores de liberalização financeira - com base em informações normativas e dados do balanço de pagamentos.

Março de 2012 a Fevereiro de 2013:

(i) Atualização da bibliografia teórica e empírica; (ii) Realização de simulações e outros exercícios quantitativos; (iii) Elaboração de um artigo que vise analisar os determinantes da eficiência dos bancos, através de uma análise de regressão com uma amostra de bancos, utilizando como variáveis explicativas um conjunto de variáveis de entorno (compulsório, PIB, taxa Selic etc.) e como variáveis intrínsecas àquelas relacionadas ao comportamento dos bancos (tamanho, aversão ao risco, etc.); (iv) Elaboração de um artigo de natureza empírica avaliando os efeitos do processo de liberalização da conta de capital no Brasil sobre um conjunto de variáveis macroeconômicas (câmbio, inflação, taxa de juros, taxa de crescimento do PIB, etc.).

Março de 2013 a Fevereiro de 2014:

(i) Definição das bases de alimentação e operação rotineira do banco de dados e formas de divulgação para acesso ao mesmo; (i) Elaboração de um artigo que avalie os impactos da entrada dos bancos estrangeiros sobre os bancos domésticos no Brasil, em termos de sua eficiência microeconômica (operacional, rentabilidade, etc.) e macroeconômica (oferta de crédito); (iv) Elaboração de um artigo sobre spread bancário, calculando o chamado spread “ex post” (também conhecido como “margem de intermediação financeira”) e sua decomposição contábil para um conjunto de bancos, permitindo assim a comparação do comportamento do spread entre bancos (p.ex., bancos públicos, estrangeiros e privados nacionais); (v) Realização de um seminário final de avaliação do trabalho (com professores e alunos no programa de pós-graduação em Economia da UERJ), em que serão apresentados os resultados finais da pesquisa; (iv) Possível consolidação do resultado da pesquisa em um livro.

7. Referências bibliográficas

- Alves Jr, A.; F. Ferrari-Filho, F. e L.F. Paula (1999-2000). “The post Keynesian critique of conventional currency crisis models and Davidson’s proposal to reform the international monetary system”. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 22, n.2, pp. 207-225.
- Arida, P. (2003a). “Ainda a conversibilidade”. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3, pp. 135-142, jul./set.
- Arida, P. (2003b). “Por uma moeda plenamente conversível”. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3, pp. 151-154, jul./set.
- Arestis, P. e Paula, L.F., ed. (2008). *Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Belluzzo, L.G. e R. Carneiro (2004). “O mito da conversibilidade”. *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 2, pp. 218-222, abr./jun.
- Bhagwati, J. (1998). “The capital myth: the difference between trade in widgets and dollar”. *Foreign Affairs*, vol.77, n.3, pp.7-12.
- Berger, A.N. e D.B. Humphrey (2000). “Efficiency of financial institutions: international survey and directions for future research”. In Harker, P. e Stavros, Z. (org.). *Performance of Financial Institutions: efficiency, innovation, regulation*. Cambridge, Cambridge University Press.
- Cardoso, E. e I. Goldfajn. (1998). “Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls”. *IMF Staff Papers*, v. 45, n.1, pp. 161-202, March.
- Carvalho, F.C. (1998). “The Real stabilization plan and the banking sector in Brazil”. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. LI, n. 206, pp. 291-326, set.
- Carvalho, F.C. (2002). “The recent expansion of foreign banks in Brazil: first results”. *Latin American Business Review*, v. 3, n. 4, p. 93-120.
- Carvalho, F., L.F. Paula e J. Williams (2009). “Banking in Latin America”. In Berger, A. et al. *Oxford Handbook on Banking*. Oxford: Oxford University.
- Claessens, S., A. Demirgüç-Kunt, e H. Huizinga. (2001). “How does foreign entry affect the domestic banking market?”. *Journal of Banking and Finance* v. 25, pp. 891-911.
- Clarke, G. , R. Cull, M.S.M. Peria e S.M. Sánchez (2001). “Foreign bank entry: experience, implications for developing countries, and agenda for further research”, mimeo.
- Demingüç-Kunt, A. e H. Huizinga (1998). “Determinants of commercial bank interest margins and profitability: some international evidence”. *World Bank Discussion Paper* n. 1900, março.
- Casu, B. e P. Molyneux. (2001). "Efficiency in European banking". In Godddard, J., Molyneux, P. e Wilson, J. *European Banking: Efficiency, Technology and Growth*. Chichester: Jonh Wiley & Sons Ltd..
- Charnes, A., W. W. Cooper, e E. Rhodes. (1978). “Measuring the efficiency of decision making units”. *European Journal of Operation Research*, v.2, n.6, p. 429-444.

- Chin, M. e H. Ito (2006). “What matters for financial development? Capital controls, institutions and interactions”. *Journal of Development Economics*, v;81, n.1, pp. 163-192.
- Curry, E., J.Fung e I.Harper (2003). “Multinational banking: historical, empirical and case perspectives”. In A.Mullineux e V.Murinde (org.). *Handbook of International Banking*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Dages, B.G., L. Goldberg e D. Kinney (2000). “Foreign and domestic bank participation in emerging markets: lessons from Mexico and Argentina”. *FRBNY Economic Policy Review*, pp. 17-36, setembro.
- Damasceno, A. (2007). “Integração financeira internacional e crescimento econômico: uma crítica à abordagem convencional”. *Economia e Sociedade*, v.16, n.2, pp. 171-198.
- Davidson, P. (2002). *Financial Markets, Money and the Real World*. Edward Elgar.
- Domanski, D. (2005). “Foreign banks in emerging market economies: changing players, changing issues”. *BIS Quarterly Review*, 69-81, dezembro.
- Dornbusch, R. (1998). “Capital controls: an idea whose time is past”. *Essays in International Finance* n. 207, pp. 20-27, Princeton.
- Dooley, M.P. (1996). “A survey of literature on controls of international capital transactions”. *IMF Staff Papers*, pp. 639-87, dezembro.
- Eatwell, J. e L. Taylor (2000). *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*. New York, New Press.
- Edison, H. et al (2002). “International financial integration and economic growth”, *Journal of International Money and Finance* 21, pp. 749-776.
- Eichengreen, B. (2004). *Capital Flows and Crises*. Cambridge: The MIT Press.
- Fachada, P. (2008). “Foreign bank’s entry and departure: the recent Brazilian experience (1996-2006)”. *Working Paper Series* 164, Banco Central do Brasil.
- Faria Jr, J., L.F. Paula, e A. Marinho (2007). “Eficiência do setor bancário brasileiro: a experiência recente das fusões e aquisições”. In Paula, L.F. e Oreiro, J.L.(org.). *Sistema Financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro*. Rio de Janeiro: Campus.
- Fethy, M. D., P. M.Jackson , e T.G. Weyman-Jones. (2000) “Measuring the efficiency of european airlines: an application of DEA and Tobit analysis”. Annual Meeting of the European Public Choice Society. Siena, Italia.
- Ferrari, F., F. Jayme, F., G.T. Lima, J.L. Oreiro, J.L. e L.F.Paula (2005). “Uma avaliação crítica a proposta de plena conversibilidade do real”. *Revista de Economia Política*, v. 25, n. 1, pp. 113-151, jan./mar.
- Fischer, S. (1998). “Capital account liberalization and the role of the IMF”. *Essays in International Finance* n. 207, pp. 1-10, Princeton.
- Franco, G. e D. Pinho Neto (2004). A desregulamentação da conta de capitais: limitações macroeconômicas e regulatórias, mimeo.

- Glickman, M. (1994). "The concept of information, intractable uncertainty, and the current state of 'efficient markets' theory: a Post Keynesian view". *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 16, n.3, pp. 325-349.
- Guimarães, P. (2002). "How does foreign entry affect the domestic banking market? The Brazilian Case", *Latin American Business Review*, v.3, n. 4, p.121-140.
- Harvey, J. (2003). Exchange rates. In King, J.E. (ed). *The Elgar Companion to Post Keynesian Economics*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Kose, M. et al (2006). "Financial globalization: a reappraisal". *IMF Working Paper* 06/189, August.
- Lane, P. R., e G.M. Milesi-Ferreti (2003). "International financial integration". *IMF Staff Papers*, vol.50, special issue, pp. 82-113.
- Lane, P. R., e G.M. Milesi-Ferreti (2006). "The external wealth of nations mark II: revised and extended estimatives of foreign assets and liabilities, 1970-2004". *IMF Working Paper* 06/69, março.
- Levine, R. (1997). "Financial development and economic growth: views and agenda". *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV, pp. 688-726.
- Litan, R., Missan, P., Pomerleano, M. (2001), ed. *Open Doors*. Washington: Brookings Institution Press.
- Oreiro, J.L, L.F. Paula, L.F, e G.J. Silva, G.J. (2004). "Por uma moeda parcialmente conversível: uma crítica a Arida e Bacha". *Revista de Economia Política*, v. 24, n.2, pp. 223-237, abr./jun.
- Oreiro, J.L., Paula, L.F., Ono, F.H., Silva, G.J. (2005). "Conversibilidade da conta de capital, taxa de juros e crescimento econômico: uma avaliação empírica da proposta de plena conversibilidade do real". *Revista de Economia Contemporânea*, v. 9, n.2, pp. 231-261, maio/ago.
- Paula, L.F.R. (2002). "Expansion strategies of European banks to Brazil and their impacts on the Brazilian banking sector". *Latin American Business Review*, v. 3, n. 4, pp. 59-91.
- Paula, L.F. and A.J. Alves Jr (2007). "The determinants and effects of foreign bank entry in Argentina and Brazil: a comparative analysis". *Investigación Económica*, LXVI, 259, pp.63-102.
- Peek, J. e E.S. Rosengren (2000). "Implications of the globalization of the banking sector: the Latin American experience". *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank de Boston, set./outubro.
- Prasad, E., Rogoff, K. Wei, S. e Kose, M. (2003). Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence. *Mimeo* (www.imf.org).
- Priewe, J. (2008). Capital account management or laissez-faire of capital flows in developing countries. In Arestis, P. e L.F.Paula (org.). *Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries*. London: Palgrave Macmillan.

- Quinn, D. (1997). "The correlates of change in international financial regulation". *American Political Science Review*, v. 91, no. 3, setembro.
- Slager, A. (2006). *The Internationalization of Banks*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Soihet, E. (2002). Índice de Controle de Capitais: uma análise da legislação e dos determinantes de fluxo de capital no Brasil no período 1990-2000. Dissertação de mestrado. Rio de Janeiro: FGV/EPGE.
- Resende, M.F.C.; A.M. Amado (2007).. "Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina". *Revista de Economia Política*, v. 27, n.1, pp.41-59.
- Rodrik, D. (1998). "Who needs capital-account convertibility?" *Essays in International Finance* no. 207, pp. 55-65, Princeton.
- Stiglitz, J. (2000). "Capital market liberalization, economic growth, and instability". *World Development*, v. 28 n. 6, pp. 1075-1086.
- Stiglitz, J. e A. Weiss (1981). "Credit rationing in markets with imperfect information". *The American Economic Review*, v. 71, n. 3, pp. 393-410, julho.
- Silva, T.L. e P.M. Jorge Neto (2002). "Economia de escala e eficiência dos bancos brasileiros após o Plano Real". *Estudos Econômicos*, v.32, n.4, p.577-619, out./dez.
- Singh, A. (2002). "Capital account liberalization, free long-term capital flows, financial crises and economic development". *ESRC Centre for Business Research Working Paper* n.245, dezembro.
- Studart, R. (1995-96). "The efficiency of financial systems, liberalization, and economic development". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 18, n. 2, pp. 269-292.
- Van der laan, C.R. (2007). *Liberalização da Conta de Capitais: evolução e evidências para o caso brasileiro*. Rio de Janeiro: BNDES.
- Williamson, J. (1990). "What Washington means by policy reform". In Williamson, J. (org.). *Latin America Adjustment: how much has happened?* Washington: Institute for International Economics.