



Dissertação

Mestrado em Gestão

***O Impacto da Integração dos Mercados Financeiros
no Crescimento Económico***

Joana Ligeiro Antunes

Leiria, março de 2017



Dissertação

Mestrado em Gestão

***O Impacto da Integração dos Mercados Financeiros
no Crescimento Económico***

Joana Ligeiro Antunes

Dissertação de Mestrado realizada sob a orientação da Doutora Maria Eduarda da Silva Teixeira Fernandes, Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria e coorientação da Doutora Lígia Catarina Marques Febra, Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria.

Leiria, Março de 2017

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

À minha família e amigos

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Agradecimentos

Quero agradecer a todas as pessoas que me apoiaram e me ajudaram de alguma forma durante este período.

Em especial, quero deixar um agradecimento à Doutora Eduarda Fernandes e à Doutora Lígia Febra, pelo seu profissionalismo, elevado grau de exigência e um grande empenho, que foi fulcral para a conclusão desta dissertação.

À minha família, nomeadamente aos meus pais, ao meu irmão e à minha cunhada, que sempre me apoiaram e me deram ânimo para fazer o melhor neste trabalho.

Ao meu namorado, por todo o apoio e por todos os fins de semana de que abdicou para eu poder trabalhar e conseguir concluir esta etapa.

Aos meus amigos, por todas as tentativas que tiveram para tentar entender a minha dissertação e me poderem dar novas ideias e perspetivas, sendo eles de áreas completamente diferentes.

A todos os professores do Mestrado em Gestão, por toda o trabalho e dedicação, por tudo o que me ensinaram e pelo exemplo de pessoas que são.

Aos colegas de curso, com quem aprendi muito nesta fase e tive muito prazer de trabalhar.

A todos, agradeço, pois sem a vossa ajuda não seria possível concluir este trabalho.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Resumo

Este trabalho tem como objetivo estudar o impacto da integração dos mercados financeiros no crescimento económico, utilizando, para o efeito, uma amostra grande e diversificada, de 108 países, e um período de análise recente, de 2000 a 2015. O facto de se utilizar neste estudo uma amostra que inclui um conjunto alargado de países e um período relativamente longo, permite verificar se a relação entre as variáveis em análise depende do nível de rendimento dos países e analisar se existem diferenças nesta relação para os períodos antes e depois da crise de 2008. Recorrendo à análise de correlações e à estimação de uma regressão de dados em painel, conclui-se que o impacto da integração dos mercados financeiros é positivo, tendo por base a amostra utilizada. Contudo, não foi possível corroborar a hipótese de que esta correlação é mais forte em países com menores níveis de rendimento, nem foram encontradas evidências de que a integração dos mercados financeiros, em conjunturas de crises financeiras internacionais, tem um impacto negativo no crescimento económico dos países mais integrados.

Palavras-chave: Integração dos mercados financeiros; Crescimento Económico

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Abstract

This work aims to study the impact of financial market integration on economic growth, using a large and diversified sample of 108 countries and analyzing a recent period, from 2000 to 2015. The fact of using, in this study, a sample that includes a large group of countries and a relatively long period, allows to verify if the relationship between the variables in analysis depends of the level of income of countries and analyze if there is any difference in this relationship for the periods before and after the crisis of 2008. Per the analysis of correlations and the estimation of panel data regression, we conclude that the impact of international market integration is positive, based on the sample used. However, wasn't possible to corroborate the hypothesis that this correlation is stronger in countries with lower levels of income, neither were found evidences that the integration of financial markets, in times of international financial crises, has a negative impact on the economic growth of countries more integrated.

Keywords: Financial Market Integration; Economic Growth

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de gráficos

- Gráfico 1 – Evolução do rácio dos Fluxos Financeiros sobre o PIB de 2000 a 2015 consoante a classificação por nível de rendimento atribuída pelo World Bank (amostra de 108 países). 21
- Gráfico 2 – Evolução do rácio dos Fluxos Financeiros sobre o PIB de 2000 a 2015 consoante a classificação por região atribuída pelo World Bank (amostra de 108 países). 21
- Gráfico 3 – Evolução da taxa de crescimento do PIB (em %) de 2000 a 2015, consoante a classificação por nível de rendimento do World Bank (amostra de 109 países) 22
- Gráfico 4 - Evolução da taxa de crescimento do PIB (em %) de 2000 a 2015, consoante a classificação por região do World Bank (amostra de 109 países) 23

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de tabelas

Tabela 1 – Resumo dos artigos sobre a relação entre a Integração dos Mercados Financeiros (IMF) e o Crescimento Económico (CE).	9
Tabela 2 – Resumo dos artigos sobre a relação entre a Integração dos Mercados Financeiros (IMF) e o Crescimento Económico com os modelos utilizados e as respetivas variáveis de controlo (quando aplicável)	11
Tabela 3 – Classificação de países por região e nível de rendimento e quantidade de países em cada grupo	18
Tabela 4 – Estatísticas descritivas dos dados da amostra (período de 2000 a 2015)	20
Tabela 5 – Correlações entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros por nível de rendimento	26
Tabela 6 – Correlações entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros por região geográfica	27
Tabela 7 – Correlação entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros por país (a vermelho estão os valores negativos e a verde os positivos)	28
Tabela 8 – Correlações entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros para as observações da amostra que apresentaram correlações significativas no período completo.	30
Tabela 9 – Coeficientes da regressão de dados em painel com o modelo de efeitos fixos e erros padrão robustos, com taxa de crescimento real do PIB como variável dependente.	31
Tabela 10 – Coeficientes da regressão de dados em painel com o modelo de efeitos fixos e erros padrão robustos, com taxa de crescimento real do PIB como variável dependente, para os subperíodos.	32
Tabela 11 – Resumo das correlações significativas por nível de rendimento e por região geográfica	34
Tabela 12 – Resumo dos resultados dos países da amostra que apresentaram correlações estatisticamente significativas entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros, por nível de rendimento, para o período de 2000 a 2015.	37

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de figuras

Figura 1 – Estatísticas descritivas dos Fluxos Financeiros/PIB e o Crescimento Real do PIB (em %) para a amostra, consoante as suas classificações por região geográfica e por nível de rendimento. 19

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de anexos

Anexo 1 – Lista de países da amostra conforme a sua classificação por nível de rendimento e região geográfica	47
Anexo 2 – Modelo OLS	48
Anexo 3 - Diagnóstico do modelo de dados em painel, comparando o modelo OLS	48
Anexo 4 – Regressão de dados em painel, com o modelo de efeitos fixos e erros padrão robustos para o período 2000-2015.	48
Anexo 5 – Regressão de dados em painel, com o modelo de efeitos fixos e erros padrão robustos, para o período 2000-2007	48
Anexo 6 – Regressão de dados em painel, com o modelo de efeitos fixos e erros padrão robustos, para o período 2008-2015	48

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Índice

À MINHA FAMÍLIA E AMIGOS	III
AGRADECIMENTOS	V
RESUMO	VII
ABSTRACT	IX
LISTA DE GRÁFICOS	XI
LISTA DE TABELAS	XIII
LISTA DE FIGURAS	XV
LISTA DE ANEXOS	XVII
ÍNDICE	XIX
1. INTRODUÇÃO	1
2. REVISÃO DE LITERATURA	3
2.1. Integração dos Mercados Financeiros	3
2.2. Crescimento Económico	5
2.3. Relação entre a Integração dos Mercados Financeiros e o Crescimento Económico	6
3. METODOLOGIA	14
3.1. Hipóteses	14
3.2. Estratégia de Investigação	15
3.3. Amostra	18
4. RESULTADOS	25
5. DISCUSSÃO	34
6. CONCLUSÕES	40
BIBLIOGRAFIA	43
ANEXOS	47

1. Introdução

O impacto da integração dos mercados financeiros no crescimento económico não é consensual, apesar de estudado por diferentes autores ao longo de vários anos. Efetivamente, se alguns estudos concluem existir uma relação positiva entre o crescimento económico dos países e a integração dos mercados financeiros (como Chen & Quang (2014), Friedrich, Schnabel, & Zettelmeyer (2013), Gehringer (2013), Kose, Prasad, & Taylor (2009), Levine (2001), Maudos & Guevara (2015), Obstfeld (1994), Salha, Bouazizi, & Aloui (2012), Sawalha, Elian, & Suliman (2016)), outros concluem que a mesma relação é negativa (como Imbs (2006), Özdemir (2014) e Wasiu & Temitope (2015)) ou ainda outros concluem que existe uma ausência de relação entre os dois indicadores (Guiso, Jappelli, Padula, & Pagano (2004) e Edison, Levine, Ricci, & Sløk (2002)).

Posto isto, o presente trabalho realizado para a dissertação do Mestrado em Gestão, tem por objetivo estudar o impacto da integração dos mercados financeiros no crescimento da economia. Para o efeito, é utilizada para uma amostra alargada de países, num período longo – entre 2000 e 2015. Tratando-se de uma amostra para um período recente, o presente trabalho contribui com dados adicionais e recentes que complementam a literatura existente sobre esta temática.

Adicionalmente, e porque o período da amostra inclui anos em que ocorreu a crise do *subprime* (2008 e anos subsequentes), permite ainda comparar dois subperíodos dentro da amostra e analisar se as conclusões sobre o impacto da integração dos mercados financeiros no crescimento económico são distintas no período pré e pós crise.

Nesta dissertação, primeiramente, é analisada a literatura existente, que contempla a relação entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico (capítulo 2). No capítulo 3 é descrita a metodologia utilizada, onde são especificadas as hipóteses a testar, definida a estratégia de investigação e é apresentada a amostra. De seguida, são apresentados os resultados no capítulo 4 e, no capítulo 5 (discussão), os mesmos são interpretados e analisados. Por fim, no capítulo 6 apresentam-se as conclusões finais desta investigação.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

2. Revisão de Literatura

Neste capítulo é apresentada a revisão de literatura sobre a integração dos mercados financeiros, o crescimento económico e a relação entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico.

2.1. Integração dos Mercados Financeiros

De acordo com Guiso *et al.* (2004), os mercados financeiros dizem-se integrados quando os produtos financeiros com as mesmas características de risco apresentam a mesma rentabilidade esperada, independentemente do local onde são transacionados. Teoricamente, perante este fenómeno, os mercados domésticos tendem a uniformizar-se de acordo com os sistemas internacionais. Segundo Obstfeld (1994), a integração dos mercados financeiros permite aumentar o fluxo de fundos, alocando-os de uma forma mais equilibrada, aumentando a difusão dos intermediários financeiros internacionais o que, consequentemente, promove o financiamento de infraestruturas, reduz as assimetrias de informação, dispersa o risco e aumenta a disponibilidade de crédito. Uma das consequências associadas à integração dos mercados financeiros é que, segundo Rusek (2004), esta pode significar um aumento dos fluxos de capitais dos países ricos para os países pobres. Para este autor, esta questão conduz a um maior desenvolvimento para os países integrados, sobretudo nos países com menores níveis de desenvolvimento económico.

De acordo com a literatura estudada, a forma mais usual para medir a integração dos mercados financeiros é através dos fluxos financeiros, operacionalizados através da soma dos fluxos financeiros ou de alguns elementos que compõem a balança financeira (comummente, alguns autores referem-se à balança financeira como balança de capitais, apesar de estas serem diferentes e o objetivo do estudo ser a utilização da balança financeira, de acordo com o Fundo Monetário Internacional (IMF (2009))). Neste sentido, todos os autores estudados consideram que quanto maior a quantidade de fluxos financeiros que entra e sai de um país, maior o seu nível de integração financeira. (Chen & Quang (2014); Edison *et al.* (2002); Friedrich *et al.* (2013); Gehringer (2015); Guiso *et al.* (2004); Imbs (2006); Kose *et al.* (2009); Levine (2001); Maudos & Guevara (2015);

Obstfeld (1994); Salha *et al.* (2012); Sawalha *et al.* (2016); Schularick & Steger (2010); Wasiu & Temitope (2015)).

Em relação aos benefícios associados à integração dos mercados financeiros, Guiso *et al.* (2004) referem que, devido à integração de mercados, há um aumento de competitividade das empresas, o que conduz a um aumento de eficiência para as empresas e conseqüentemente a uma redução de custos para os consumidores. Por outro lado, segundo os mesmos autores, a integração dos mercados financeiros permite, por exemplo, que as empresas dos países menos desenvolvidos tenham a possibilidade de obter financiamentos mais fáceis e baratos. Guiso *et al.* (2004) referem ainda que a integração dos mercados financeiros também favorece a regulação dos mercados, nomeadamente a harmonização do sistema contabilístico, leis de segurança e proteção de propriedade e uma maior supervisão das entidades financeiras. Chen & Quang (2014) referem que este aumento de regulação melhora a qualidade das instituições financeiras, o que pode significar uma redução de corrupção no sistema financeiro.

Porém, Stiglitz (2000) destaca algumas desvantagens da integração dos mercados financeiros, sublinhando o facto de que este fenómeno deixa os mercados mais suscetíveis a instabilidade e crises financeiras. Alfaro *et al.* (2008) referem ainda que um dos grandes problemas associados à integração dos mercados financeiros se relaciona com o facto dos países menos desenvolvidos prejudicarem o sistema financeiro devido à corrupção, burocracia e instabilidade política.

Como salienta Levine (2001), o objetivo da integração dos mercados financeiros relaciona-se com o facto de este fenómeno, teoricamente, acelerar o crescimento económico, sendo esta a justificação para uma extensa literatura existente sobre a relação entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico.

2.2. Crescimento Económico

De acordo com Sen (1988), existe uma relação positiva entre o bem-estar da população e o crescimento económico. Esta associação existe sobretudo porque, segundo Thirwall (1994), com o aumento do crescimento económico, aumenta a produção de bens e serviços, sendo que quanto mais bens e serviços estiverem à disposição dos consumidores, maior o seu bem-estar. Habitualmente, o crescimento económico é quantificado através do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), sendo este um indicador macroeconómico calculado através da soma do valor monetário de bens e serviços de consumo final, produzido dentro das fronteiras de um determinado país e num determinado período.

Sen (1988) compara o conceito de desenvolvimento económico¹ com o de crescimento económico e considera o desenvolvimento económico um indicador que reflete melhor as desigualdades dos países. No entanto, na literatura, é mais usual na análise da influência da integração dos mercados financeiros na economia a utilização do crescimento económico.

Segundo Haapanen & Tapio (2016), o crescimento económico é bastante importante e tem um grande impacto na humanidade pois, por exemplo, a economia depende do crescimento económico para manter empregos e o bem-estar geral da população. Por este motivo se considera que as economias devem crescer continuamente para melhorar progressivamente a qualidade de vida da população.

Segundo Friedman (2005), num contexto de globalização, todos os países se encontram de alguma forma integrados. Perante ambientes de crescimento, os mercados integrados tendem a crescer juntos, assim como numa conjuntura de recessão, todos os mercados integrados podem sofrer as consequências da mesma. Tendo isto em consideração, o estudo do impacto da integração dos mercados financeiros no crescimento económico torna-se relevante.

Apesar de existirem vários estudos sobre a relação entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico, na literatura os resultados não são consensuais, conforme se pode constatar pelos estudos sobre esta temática e as suas principais conclusões, que se apresentam de seguida.

¹ O crescimento económico é um indicador de cariz qualitativo, enquanto o desenvolvimento económico tem um cariz quantitativo (Brinkman, 1995). Ambos os indicadores têm uma associação positiva, segundo Shaw & Gurley (1955).

2.3. Relação entre a Integração dos Mercados Financeiros e o Crescimento Económico

Levine & King (1993), num estudo relativo a 80 países, para o período entre 1960 e 1989, concluíram que o desenvolvimento do sistema financeiro tem um impacto positivo no crescimento económico. Apesar de o conceito do desenvolvimento do sistema financeiro ser diferente da integração dos mercados financeiros, este estudo evidencia que existe uma relação entre as finanças e a economia. Assim, pressupõe-se que alterações no sistema financeiro, como a integração de mercados, tenham algum efeito no crescimento económico.

Dos autores que encontraram correlações positivas entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico, destacam-se Obstfeld (1994), Levine (2001), Kose *et al.* (2009), Salha *et al.* (2012), Chen & Quang (2014), Friedrich *et al.* (2013), Gehringer (2015). Deste grupo de autores, a maioria utiliza o PIB como base para medir o crescimento económico, apesar de alguns utilizarem a taxa de crescimento real do PIB, outros a taxa de crescimento do PIB *per capita* e outros a variação do logaritmo do PIB. Outros autores consideram ainda variáveis relativas ao consumo. Para medir a integração dos mercados financeiros, os mesmos autores utilizaram componentes da balança financeira (nomeadamente, fluxos financeiros), conforme a Tabela 1 e a Tabela 2, que apresentam mais informações sobre a amostra utilizada, o período estudado e a operacionalização das variáveis em cada artigo.

Dentro deste grupo de autores acima mencionados, cujos estudos corroboram a relação positiva entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico, existem algumas particularidades interessantes que podem estender a análise desta relação. Levine (2001) refere que a integração dos mercados financeiros permite que bancos estrangeiros compitam nos mercados domésticos, aumentando a eficiência dos bancos domésticos. De acordo com Salha *et al.* (2012), a relação positiva entre as duas variáveis contribui para que os efeitos negativos das crises bancárias durante “períodos de pânico” sejam atenuados. Gehringer (2015) destaca no seu estudo que esta relação tem efeitos positivos e mais expressivos na indústria comparando com o setor dos serviços. Friedrich *et al.* (2013) consideram que o efeito da integração dos mercados financeiros no crescimento económico é positivo nos países emergentes, porém nos países desenvolvidos

os seus resultados não foram significativos, evidenciando ainda que os países integrados a nível político lidam melhor com os problemas de contágio de crises. Segundo Kose *et al.* (2009), o contágio de crises económicas resultante da integração dos mercados financeiros acaba por compensar pois, em períodos de “não-crise”, a economia cresce mais num contexto de integração de mercados.

Em relação aos autores que nos seus estudos encontraram uma relação negativa entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico, destacam-se Imbs (2006), Özdemir (2014), e Wasiu & Temitope (2015), conforme a Tabela 1 e a Tabela 2, que utilizaram o crescimento do PIB *per capita*, a variação do logaritmo do PIB real e ainda decomposição dos componentes do PIB, para medir o crescimento económico e elementos da balança financeira para operacionalizar a integração dos mercados financeiros.

Dos autores acima citados, que encontraram correlações negativas entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros, é relevante destacar alguns aspetos importantes. Özdemir (2014), cujo estudo se foca numa amostra de países em processo de adesão para a União Europeia, encontrou evidências de que o impacto da integração financeira no crescimento económico é negativo quer antes quer depois de os países entrarem na União Europeia, porém, após a entrada, a relação entre os dois fenómenos não é tão acentuada (apesar de continuar negativa). Özdemir (2014) conclui que a mobilidade financeira derivada da integração de mercados origina instabilidade macroeconómica e crises financeiras e, refere ainda, que a integração dos mercados financeiros pode ter um impacto diferente nos países desenvolvidos e nos países em desenvolvimento. Isto é, tal como Stiglitz (2000), este autor considera que a integração dos mercados financeiros pode prejudicar mais os países desenvolvidos. Já Wasiu & Temitope (2015) afirmam que, no seu estudo, as correlações negativas observadas podem ter sido originadas por outras variáveis que influenciaram o resultado, como a falta de direitos de propriedade, fraco sistema legal, corrupção, falta de qualidade da informação financeira e demasiada intervenção do governo no sistema financeiro.

Guiso *et al.* (2004), cujo estudo sobre a relação da integração dos mercados financeiros e o crescimento económico abrangeu 61 países de vários continentes e de diferentes níveis de desenvolvimento, no período de 1981 a 1995, e Edison *et al.* (2002), estudou um conjunto de 57 países entre 1980 e 2000, rejeitam, ambos, a relação entre os

dois fenómenos. Para estes autores, os resultados revelaram correlações sem significância estatística, levando-os a concluir que a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico podem não estar relacionados. Os detalhes dos estudos destes autores encontram-se na Tabela 1 e na Tabela 2.

Contudo, existem ainda outros autores cujos estudos não possibilitam uma conclusão consensual relativamente à relação entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico, obtendo resultados um pouco contraditórios. Schularick & Steger (2010) chegaram a duas conclusões diferentes. Numa primeira fase, estes autores estudaram a relação entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico, com uma amostra de 30 países no período de 1880 a 1913 – ou seja, antes da 1ª Guerra Mundial, encontrando uma correlação positiva. Na segunda fase do estudo, com uma amostra de 56 países no período de 1980 a 2002 – após a 2ª Guerra Mundial, as correlações não foram significativas, revelando ausência de correlação. Por sua vez, Maudos & Guevara (2015), cujo estudo incidiu sobre os 15 países da Zona Euro, de 1999 a 2012, à semelhança de Schularick & Steger (2010), chegaram a conclusões diferentes para períodos diferentes. Apesar de o impacto da integração ter sido positivo no total do período, teve um impacto positivo com valores bastante significativos no período de 1999 a 2007 e significativamente negativo de 2007 a 2012 (período coincidente com a crise do *subprime*).

Na Tabela 1 e na Tabela 2, poderá ser verificado que todos os autores utilizaram formas semelhantes para estudar a relação entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico. Além da análise das correlações entre as variáveis, na literatura analisada também é comum a utilização da Regressão Linear Múltipla, mais especificamente, a utilização de Dados em Painel. Nas regressões, os autores estudados introduziram variáveis de controlo, tais como indicadores relativos à inflação, educação, exportações e importações, taxa de crescimento da população, entre outras.

Tabela 1 – Resumo dos artigos sobre a relação entre a Integração dos Mercados Financeiros (IMF) e o Crescimento Económico (CE).

<i>Relação entre a IMF e o CE</i>	<i>Artigo</i>	<i>Amostra</i>	<i>Período</i>	<i>Medida de CE</i>	<i>Medida de IMF</i>
<i>Positiva</i>	Obstfeld (1994)	64 países (América, Este e Norte Asiático, Norte e Sul da Europa e África)	1960-1987	Taxa de Crescimento real do Consumo	Fluxos de capitais (total de valor investido em capital com risco e sem risco)
	Levine (2001)	15 economias emergentes	1980-1993	Taxa de crescimento real do PIB <i>per capita</i>	Soma dos fluxos de ações, influxos e exfluxos de capital em percentagem do PIB
	Kose <i>et al.</i> (2009)	21 países desenvolvidos e 64 emergentes	1960-2000	Taxa de crescimento real do PIB <i>per capita</i>	Soma de todos os fluxos produzidos em bolsa, assim como os influxos de passivos dos ativos financeiros em percentagem do PIB
	Salha <i>et al.</i> (2012)	10 países mediterrâneos	1980-2005	Taxa de crescimento real do PIB <i>per capita</i>	Investimento direto estrangeiro e investimento em portfolio estrangeiro
	Chen & Quang (2014)	23 países desenvolvidos e 57 emergentes e em desenvolvimento	1984-2007	Taxa de crescimento real do PIB <i>per capita</i>	Soma de todos os fluxos de capital (influxos + exfluxos + IDE + derivados de outros fluxos de investimento) dividido pelo PIB
	Friedrich <i>et al.</i> (2013)	24 países desenvolvidos, 12 emergentes europeus e 19 em desenvolvimento	1998-2005	Taxa de crescimento da produção média da indústria	Soma dos fluxos de investimento direto estrangeiro, dívida estrangeira, ativos e passivos estrangeiros em percentagem do PIB e número de bancos estrangeiros sobre o total de bancos do país
	Sawalha <i>et al.</i> (2016)	21 países desenvolvidos e 19 emergentes	1980-2012	Taxa de crescimento real do PIB <i>per capita</i>	Influxos de Investimento direto estrangeiro e de Investimento em Portfolio estrangeiro (em % do PIB)
	Gehring (2013)	União Europeia - 8	1980-2009	Logaritmo da taxa de crescimento real do PIB	Soma de todos os capitais negociados em bolsa (ativos e passivos) e fluxos de investimento direto estrangeiro
	Schularick & Steger (2010)	30 países	1880-1913	Taxa de Crescimento anual do PIB real <i>per capit</i>	Média de entrada de fluxos de capital sobre o PIB
Maudos & Guevara (2015)	15 países da União Europeia (os que iniciaram a União em 1999)	1999-2012	Taxa de Crescimento anual do PIB real	Soma do Endividamento do sector privado, da capitalização bolsista e da dívida pública	

Tabela 1 - continuação

<i>Relação entre a IMF e o CE</i>	<i>Artigo</i>	<i>Amostra</i>	<i>Período</i>	<i>Medida de CE</i>	<i>Medida de IMF</i>
<i>Negativa</i>	Imbs (2006)	41 países de vários continentes e diferentes níveis de desenvolvimento	2001	Decomposição do crescimento pelo autor (utilizando o consumo, exportações e importações entre outros)	Soma das ações e títulos de dívida de curto e longo prazo transacionados em percentagem do PIB (<i>survey</i> utilizado exclui o Investimento Direto Estrangeiro)
	Özdemir (2014)	11 países candidatos a pertencer à UE	1995-2007	Taxa de crescimento real do PIB <i>per capita</i>	IDE, Investimentos em carteira, outros investimentos, reservas internacionais, valor da rede de bancos estrangeiros e Exportações-Importações sobre o PIB
	Wasiu & Temitope (2015)	Nigéria	1981-2012	Variação do logaritmo do Somatório do VAB (Valor Acrescentado Bruto)	Balança financeira sobre o PIB
<i>Não significativa / Sem relação</i>	Edison <i>et al.</i> (2002)	57 países de vários continentes e diferentes níveis de desenvolvimento	1980-2000	Taxa de crescimento real do PIB <i>per capita</i>	4 medidas de fluxos financeiros: stock de fluxos de financeiros, fluxos financeiros, stock de influxos de financeiros e influxos financeiros.
	Guiso <i>et al.</i> (2004)	61 países de vários continentes e diferentes níveis de desenvolvimento	1981-1995	Taxa de crescimento do PIB <i>per capita</i>	Indicador de Dependência Financeira de Rajan & Zingales (1998) multiplicado por um indicador de desenvolvimento financeiro (capitalização bolsista)
	Schularick & Steger (2010)	56 países	1980-2002	Logaritmo do crescimento real do PIB <i>per capita</i>	Média de entrada de fluxos de capital sobre o PIB

Tabela 2 – Resumo dos artigos sobre a relação entre a Integração dos Mercados Financeiros (IMF) e o Crescimento Económico com os modelos utilizados e as respetivas variáveis de controlo (quando aplicável)

Relação entre a IMF e o CE	Artigo	Modelo Utilizado	Variáveis de controlo
Positiva	Obstfeld (1994)	Análise da Correlação	-
	Levine (2001)	Dados em painel, modelo dinâmico e aplicação do método dos momentos generalizado	PIB <i>per capita</i> do ano anterior, número médio de anos de escolaridade, balanço fiscal, logaritmo da taxa de inflação, crédito privado sobre o PIB, soma do total de trocas do mercado bolsista sobre o PIB, Corrupção
	Kose <i>et al.</i> (2009)	Dados em Painel, modelo de efeitos Fixos e aplicação do método dos momentos generalizado	Divida financeira, índice sobre os indicadores governamentais do <i>World Bank</i> , índice sobre a regulação laboral do International Finance Corporation's Doing Business DataBase, soma das exportações e importações sobre o PIB, PIB <i>per capita</i> do ano anterior e a variação da taxa de inflação
	Salha <i>et al.</i> (2012)	Regressão Linear Múltipla e aplicação do método dos momentos generalizado	Taxa de Crescimento da População, Consumo Público em % do PIB e investimentos domésticos em % do PIB, Corrupção, taxa de inflação e soma das exportações e importações em % do PIB)
	Chen & Quang (2014)	Regressão Linear Múltipla	PIB <i>per capita</i> do ano anterior, logaritmo de número médio de anos no ensino secundário, taxa de investimento e taxa de crescimento da população
	Friedrich <i>et al.</i> (2013)	Análise da Correlação	-
	Sawalha <i>et al.</i> (2016)	Dados em Painel, modelo dinâmico com a aplicação do método dos momentos generalizado	PIB <i>per capita</i> do ano anterior, entesouramento das famílias em % do PIB, soma das exportações e importações de bens e serviços em % do PIB, taxa de inflação, desenvolvimento do sistema financeiro (<i>trading ratio</i>)
	Gehring (2013)	Dados em painel, modelo dinâmico	Soma das importações e exportações sobre o PIB (abertura económica), consumo público em % do PIB, variável de tamanho dos setores (para reduzir o efeito específico de cada país)
	Schularick & Steger (2010)	Dados em painel com o modelo de efeitos fixos	PIB <i>per capita</i> do ano anterior, logaritmo de número médio de inscrições no ensino secundário, taxa da inflação, soma das exportações e importações sobre o PIB, taxa de mortalidade e instabilidade política.
	Maudos & Guevara (2015)	Análise da Correlação	-

Negativa	Imbs (2006)	Análise da Correlação	-
	Özdemir (2014)		-
Não significativa / Ausência de relação	Wasiu & Temitope (2015)	Distribuição Autoregressiva com desfasamento	Abertura financeira, taxa de câmbio, taxa de juro, fator capital e fator trabalho
	Edison <i>et al.</i> (2002)	Análise de Correlações e Regressão Linear Múltipla	PIB <i>per capita</i> do ano anterior, logaritmo de número médio de anos no ensino secundário, logaritmo do crédito privado por setor, soma das exportações e das importações em % do PIB, défice do governo
	Guiso <i>et al.</i> (2004)	Regressão Linear Múltipla	Variáveis institucionais (como o índice de La Porta), Soma das exportações e importações sobre o PIB, vários indicadores de abertura financeira
	Schularick & Steger (2010)	Dados em painel com o modelo de efeitos fixos	PIB <i>per capita</i> do ano anterior, logaritmo de número médio de anos no ensino secundário, taxa da inflação, soma das exportações e importações sobre o PIB, taxa de mortalidade e instabilidade política.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

3. Metodologia

Neste capítulo, descreve-se a abordagem utilizada para medir e compreender o impacto da integração dos mercados financeiros no crescimento económico, que é o objetivo da presente dissertação.

Em primeiro lugar, são apresentadas as hipóteses de investigação do presente estudo. Posteriormente, é descrita a estratégia de investigação utilizada – nomeadamente os procedimentos estatísticos. Por fim, a subsecção 3.2. contém a justificação da amostra utilizada, assim como um conjunto de estatísticas descritivas sobre a mesma.

3.1. Hipóteses

Tendo em conta os estudos referidos na revisão de literatura, existem algumas particularidades que podem influenciar o impacto da integração financeira no crescimento económico, como por exemplo o nível de desenvolvimento dos países ou o período utilizado. Na literatura estudada, foram encontrados resultados diferentes para períodos diferentes, sendo que alguns autores subdividem o período em estudo para verificar esta influência, como Maudos & Guevara (2015). Em alguns estudos, esta relação também se mostrou diferente consoante o tipo de desenvolvimento dos países – países mais ricos podem apresentar um impacto da integração financeira no crescimento económico diferente dos países mais pobres, como por exemplo conclui Friedrich *et al.* (2013). Tendo em vista estes dois fatores, optou-se no presente estudo por utilizar uma amostra constituída por países com diferentes níveis de rendimento e de diferentes regiões geográficas, num período de tempo relativamente alargado (16 anos). Adicionalmente, decidiu-se testar o impacto da crise financeira de 2008, dividindo para o efeito a amostra em dois subperíodos (o primeiro entre 2000 e 2007 e o segundo entre 2008 e 2015).

Assim, os objetivos específicos do presente estudo podem traduzir-se nas seguintes hipóteses de investigação:

H1) A correlação entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros é positiva;

H2) A correlação entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros é mais pronunciada nos países com menor nível de rendimento;

H3) A correlação entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros após a crise financeira de 2008 é negativa.

3.2. Estratégia de Investigação

Para estudar o impacto da integração dos mercados financeiros no crescimento económico é realizado um *survey* com base em dados secundários, cuja fonte é o *World Bank – data bank* e o Fundo Monetário Internacional (FMI) – dados macroeconómicos e financeiros.

Numa primeira fase, analisam-se os coeficientes de correlação entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros, conforme as várias hipóteses apresentadas acima. O crescimento económico é medido através da taxa de crescimento real do PIB, tal como Maudos & Guevara (2015), por exemplo, e a integração dos mercados financeiros através da soma dos influxos e efluxos financeiros dividida pelo PIB, conforme Friedrich *et al.* (2013), Kose *et al.* (2009) e Levine (2001). Esta última variável tem como fonte a base de dados do FMI. Todos os restantes dados têm como origem o *World Bank*.

A soma dos fluxos financeiros contém os ativos e passivos relativos ao investimento direto estrangeiro, aos investimentos de carteira, aos derivados financeiros e ainda a rubrica de outros investimentos. Este valor é apresentado para cada país da amostra em relação ao PIB

Como os dados da amostra não seguem uma distribuição normal (a hipótese de normalidade é rejeitada pelos testes Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk), é necessário recorrer à utilização de testes não paramétricos, nomeadamente, calculando o coeficiente de correlação de Spearman (Maroco, 2003).

Numa segunda fase, com vista a testar a robustez dos resultados sobre a relação entre as variáveis em causa, é efetuada a estimação de um modelo com dados em painel, sendo

utilizada, para o efeito, para além da variável independente que mede a integração dos mercados financeiros, uma matriz com um conjunto de variáveis de controlo comumente utilizadas na literatura:

- Taxa de inflação – medida pelo deflator implícito na taxa de crescimento do PIB;
- Educação do nível secundário – percentagem de alunos matriculados no ensino secundário relativamente à população;
- Comércio – rácio da soma das exportações e importações de bens e serviços sobre o PIB;
- Taxa de Crescimento da População – crescimento do número de residentes de um país em relação ao ano anterior;
- Índice de classificação dos países por transparência, responsabilidade e corrupção no setor público (CPIA) – classificação de 1 a 6, em que os países com um valor maior apresentam níveis mais elevados de corrupção, falta de transparência e de responsabilidade no setor público (indicador calculado pelo *World Bank*).

De entre as variáveis acima listadas, o índice de classificação dos países por transparência, responsabilidade e corrupção no setor público é a variável introduzida na literatura mais recentemente, sendo este tipo de variável considerada apenas por alguns estudos (como Salha *et al.* (2012)). Neste sentido, a utilização deste índice contribui para alargar o conhecimento sobre a sua influência no crescimento económico.

O modelo apresentado na equação (1) é estimado através do Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS), mais propriamente foram estimados um modelo OLS simples, dados em painel com efeitos aleatórios e dados em painel com efeitos fixos. Após as estimações, procedem-se um conjunto de testes para identificar a estimação mais adequada, nomeadamente o teste F, teste de Hausman e o teste Breusch-Pagan. O modelo a estimar é o que se apresenta na equação (1).

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * I_{i,t} + \beta_2 * EDU_{i,t} + \beta_3 * C_{i,t} + \beta_4 * CPOP_{i,t} + \beta_5 * CPIA_{i,t} + \beta_6 * IMF_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Em que:

$I_{i,t}$ – Taxa de inflação, no país i , no momento t ;

$EDU_{i,t}$ – Educação do nível secundário, no país i , no momento t ;

$C_{i,t}$ – Comércio, no país i , no momento t ;

$CPOP_{i,t}$ – Taxa de crescimento da população, no país i , no momento t ;

$CPIA_{i,t}$ – Índice de classificação dos países por transparência, responsabilidade e corrupção no setor público, no país i , no momento t ;

$IMF_{i,t}$ – Integração dos mercados financeiros, no país i , no momento t ;

$\varepsilon_{i,t}$ – componente de erro.

3.3. Amostra

O período em estudo está compreendido entre o ano 2000 e o ano 2015. A escolha deste período deve-se ao facto de ser um período recente e, também, porque neste período houve uma crise económico-financeira que pode influenciar os resultados, o que permite complementar a literatura sobre o assunto. A disponibilidade dos dados para o período em análise (de 2000 a 2015) condicionou a escolha dos países que fazem parte da amostra. Esta é composta por 108 países de 7 regiões do mundo e com 4 níveis de rendimento diferentes, conforme a classificação do *World Bank*. Na Tabela 3 estão apresentadas as regiões integrantes da amostra, bem como a classificação por nível de rendimento e o número de países que cada grupo contém.

Tabela 3 – Classificação de países por região e nível de rendimento e quantidade de países em cada grupo

Regiões	Nº Países	Níveis de Rendimento	Nº Países
Sul da Ásia	4	Rendimento Alto	41
Médio Oriente e Norte de África	10	Rendimento Médio Alto	30
Leste Asiático e Pacífico	17	Rendimento Médio Baixo	30
África Subsariana	17	Rendimento Baixo	7
América Latina e Caraíbas	21	Total	108
América do Norte	2		
Europa e Ásia central	37		
Total	108		

De acordo com a Figura 1 pode-se constatar que a zona da Europa e Ásia Central, entre as zonas analisadas, e para o período em análise, é a que apresenta uma média de crescimento da taxa real do PIB mais elevada. Em contraste, a zona da América do Norte é a que apresenta uma taxa de crescimento mais baixa. Por outro lado, de acordo com a Figura 1, constata-se que o subgrupo dos países de Rendimento Baixo é o que apresenta menor média para o rácio dos Fluxos Financeiros pelo PIB, e o subgrupo de países de Rendimento Alto é o que apresenta uma maior média para o mesmo indicador – isto

significa que nos países com maiores rendimentos saem e entram mais fluxos do que nos países de menores rendimentos. Estes dados podem ser explicados pelo facto de os países de rendimento mais alto serem também países mais desenvolvidos e, conseqüentemente, terem um sistema financeiro mais desenvolvido, o que leva a uma maior facilidade para transações financeiras. A região do Sul da Ásia é a que apresenta também uma maior média do indicador de integração dos mercados financeiros. A Tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas da Figura 1 mais pormenorizadas.

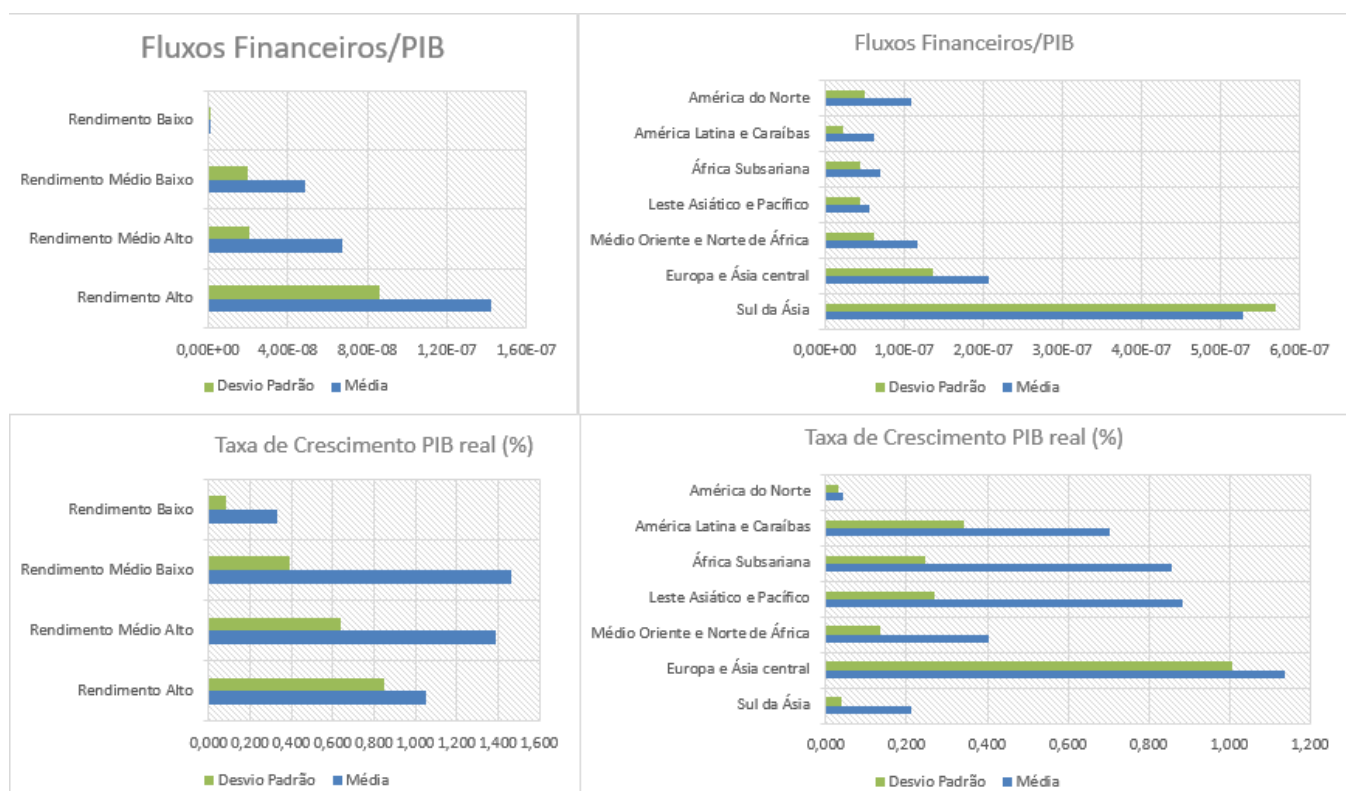


Figura 1 – Estatísticas descritivas dos Fluxos Financeiros/PIB e o Crescimento Real do PIB (em %) para a amostra, consoante as suas classificações por região geográfica e por nível de rendimento.

Tabela 4 – Estatísticas descritivas dos dados da amostra (período de 2000 a 2015)

	<i>Estatísticas Descritivas</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio Padrão</i>
<i>Ásia do Sul</i>	Taxa de Crescimento PIB real (%)	0,110	0,270	0,211	0,039
	Fluxos Financeiros/PIB	6,33E-09	1,58E-06	5,29E-07	5,69E-07
<i>Europa e Ásia central</i>	Taxa de Crescimento PIB real (%)	-1,666	2,387	1,136	1,005
	Fluxos Financeiros /PIB	5,08E-08	4,50E-07	2,07E-07	1,36E-07
<i>Médio Oriente e Norte de África</i>	Taxa de Crescimento PIB real (%)	0,161	0,592	0,402	0,137
	Fluxos Financeiros /PIB	4,42E-08	2,55E-07	1,17E-07	6,12E-08
<i>Leste Asiático e Pacífico</i>	Taxa de Crescimento PIB real (%)	0,247	1,206	0,885	0,269
	Fluxos Financeiros /PIB	-2,17E-08	1,62E-07	5,69E-08	4,49E-08
<i>África Subsariana</i>	Taxa de Crescimento PIB real (%)	0,496	1,297	0,858	0,248
	Fluxos Financeiros /PIB	-1,28E-08	1,61E-07	7,03E-08	4,48E-08
<i>América Latina e Caraíbas</i>	Taxa de Crescimento PIB real (%)	-0,141	1,155	0,702	0,341
	Fluxos Financeiros /PIB	1,40E-08	1,02E-07	6,21E-08	2,21E-08
<i>América do Norte</i>	Taxa de Crescimento PIB real (%)	-0,057	0,093	0,041	0,032
	Fluxos Financeiros/PIB	4,70E-08	2,08E-07	1,09E-07	4,94E-08
<i>Rendimento Alto</i>	Taxa de Crescimento PIB real (%)	-1,495	2,022	1,048	0,850
	Fluxos Financeiros /PIB	3,96E-08	1,08E-07	6,71E-08	2,05E-08
<i>Rendimento Médio Alto</i>	Taxa de Crescimento PIB real (%)	-0,210	2,407	1,389	0,640
	Fluxos Financeiros /PIB	4,63E-08	3,30E-07	1,42E-07	8,63E-08
<i>Rendimento Médio Baixo</i>	Taxa de Crescimento PIB real (%)	0,812	2,156	1,465	0,393
	Fluxos Financeiros /PIB	1,32E-08	7,89E-08	4,84E-08	2,01E-08
<i>Rendimento Baixo</i>	Taxa de Crescimento PIB real (%)	0,207	0,456	0,334	0,081
	Fluxos Financeiros /PIB	5,59E-10	1,08E-09	8,37E-10	1,52E-10

No Gráfico 1 pode-se visualizar a evolução do rácio dos fluxos financeiros sobre o PIB, no período de 2000 a 2015, por nível de rendimento. Neste gráfico destaca-se sobretudo a diminuição abrupta de fluxos financeiros de 2007 para 2008 nos países de rendimento alto – período marcado pelo início da crise. No entanto, relativamente à evolução dos fluxos financeiros por região geográfica, Gráfico 2, constata-se que a região

geográfica do Sul da Ásia, composta nesta amostra por países de rendimento baixo e médio baixo (nomeadamente, Bangladesh, Índia, Nepal e Paquistão) apresenta um aumento dos fluxos a partir de 2007. Observando os dados individualmente deste indicador nesta região, nos primeiros anos da amostra, os fluxos financeiros eram mais reduzidos. A partir de 2006, os fluxos de financeiros intensificaram-se bastante. Esta constatação poderá ser resultado, tal como refere Stiglitz (2000), o facto dos países mais desenvolvidos se encontrarem mais integrados e, conseqüentemente, sofrerem mais com as conseqüências negativas da crise. Stiglitz (2000) acrescenta, ainda, que pelo facto de os países mais pobres terem potencialmente economias mais fechadas, podem eventualmente beneficiar deste tipo de conjunturas.

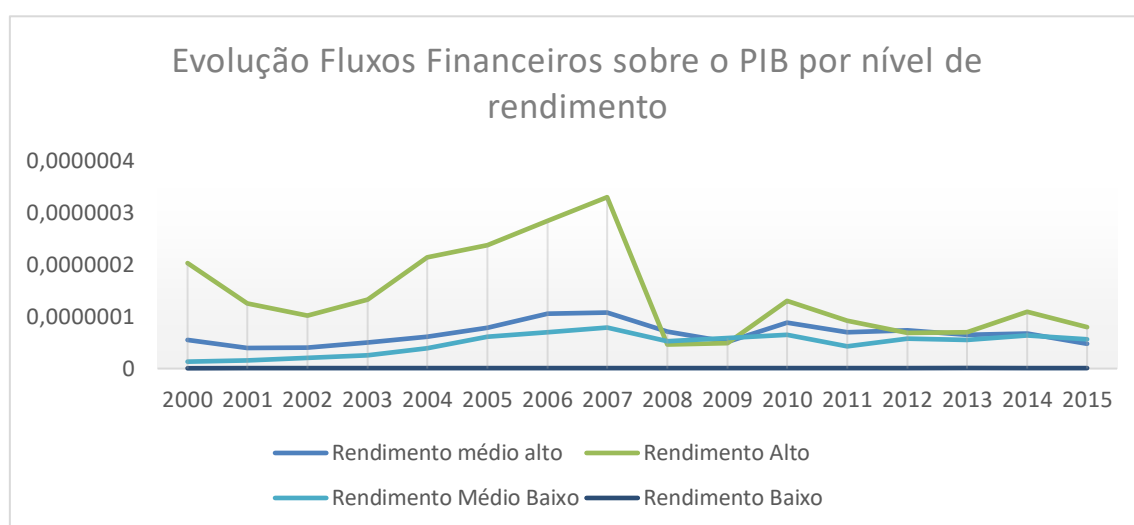


Gráfico 1 – Evolução do rácio dos Fluxos Financeiros sobre o PIB de 2000 a 2015 consoante a classificação por nível de rendimento atribuída pelo World Bank (amostra de 108 países).

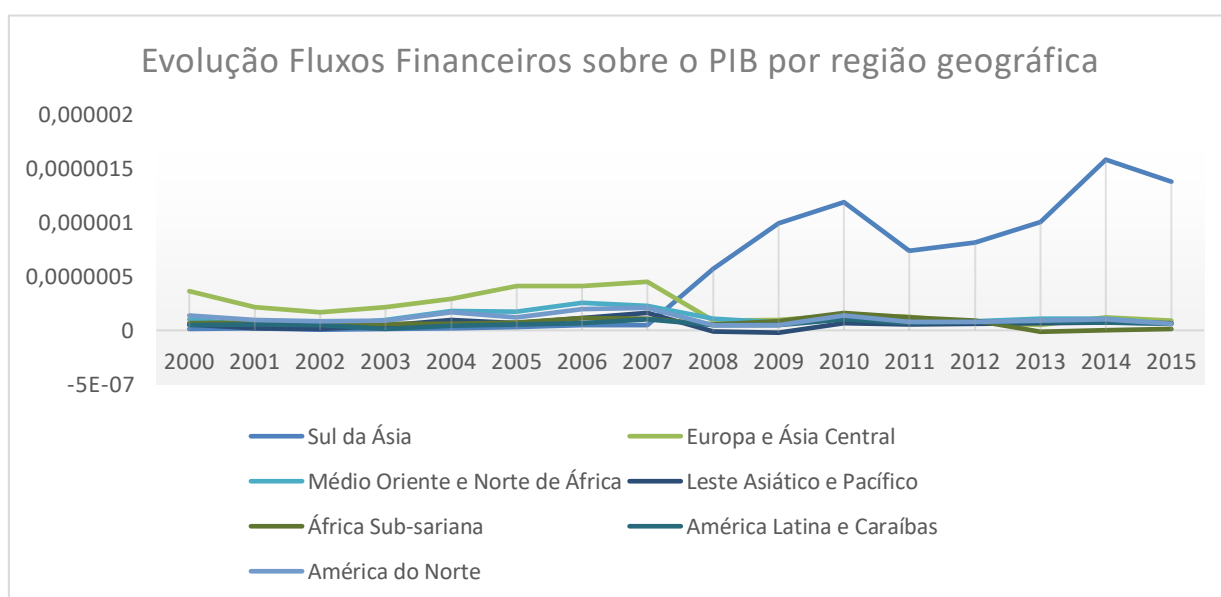


Gráfico 2 – Evolução do rácio dos Fluxos Financeiros sobre o PIB de 2000 a 2015 consoante a classificação por região atribuída pelo World Bank (amostra de 108 países).

O Gráfico 3 e o Gráfico 4 mostram que a tendência de evolução do PIB ao longo do período em análise, para a generalidade dos países da amostra, é de crescimento, contudo, a partir de 2008, ano em que ocorreu o *boom* do mercado imobiliário, que originou a crise do *subprime* (crise esta com um impacto negativo enorme nos mercados financeiros e na economia mundial), o padrão de crescimento deste indicador, observado até então, denota alguma instabilidade, quer na amostra classificada por nível de rendimento, quer por região geográfica. A evidência é mais acentuada em 2009, ano em que os países de rendimento alto e da região da Europa e Ásia Central apresentam taxas de crescimento negativas.

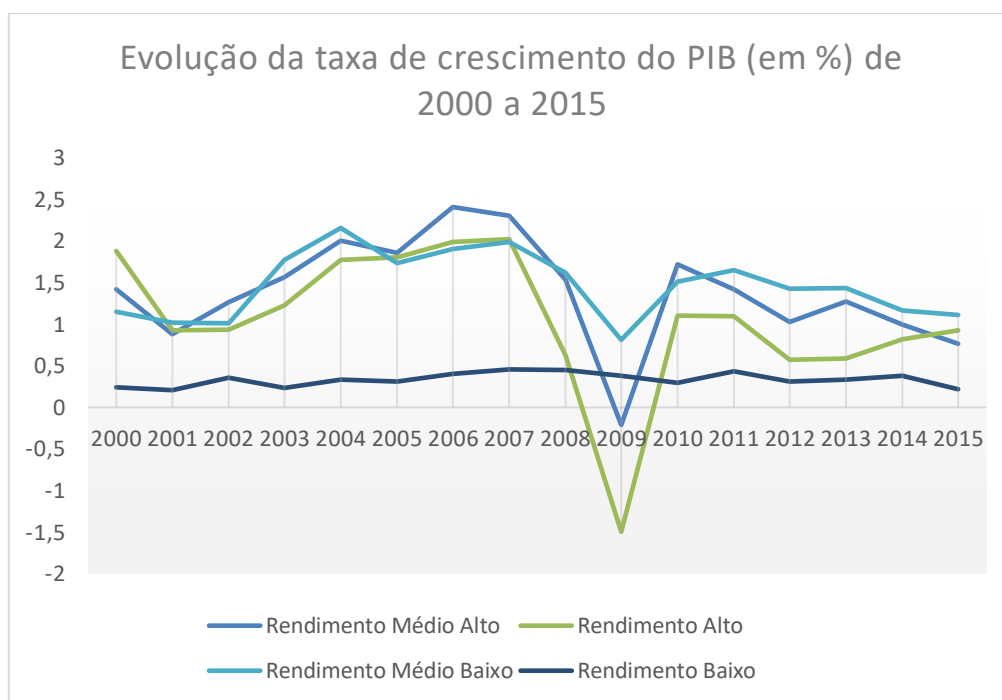


Gráfico 3 – Evolução da taxa de crescimento do PIB (em %) de 2000 a 2015, consoante a classificação por nível de rendimento do World Bank (amostra de 109 países)

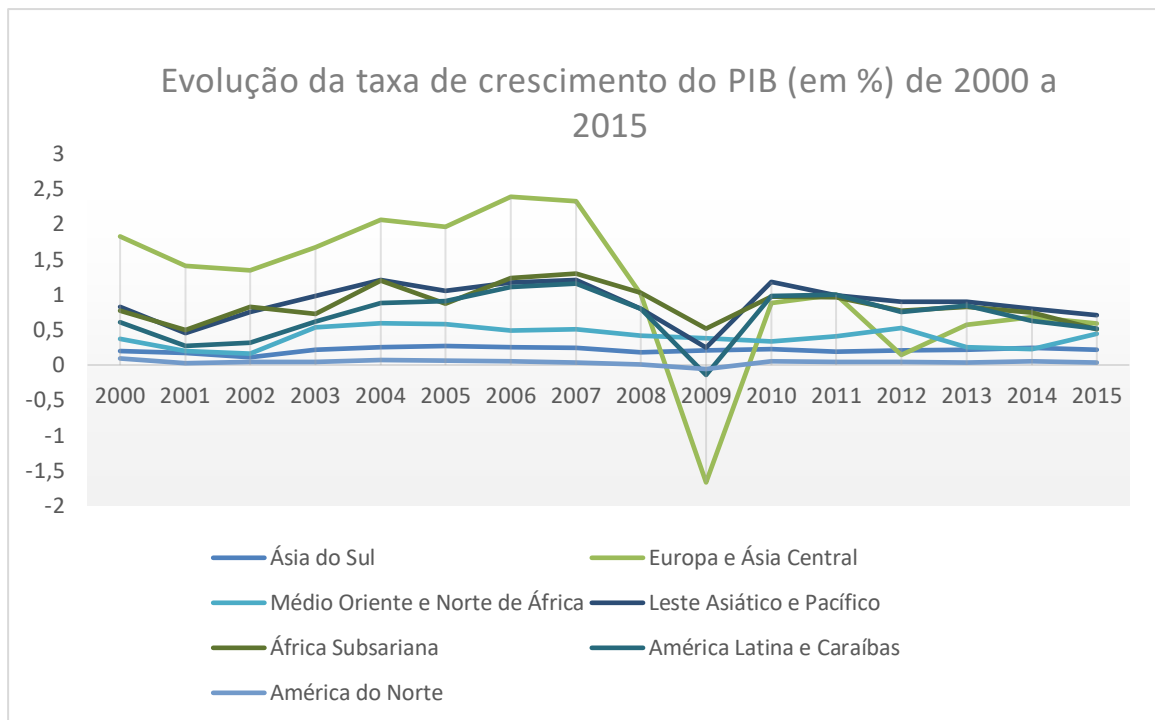


Gráfico 4 - Evolução da taxa de crescimento do PIB (em %) de 2000 a 2015, consoante a classificação por região do World Bank (amostra de 109 países)

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

4. Resultados

Neste capítulo apresentam-se os resultados deste estudo. Primeiramente, são analisadas as correlações entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros. Como foi referido no capítulo anterior, o crescimento económico é medido pela taxa de crescimento do PIB real e a integração dos mercados financeiros pelo rácio entre a soma dos fluxos financeiros e o PIB.

Os resultados são apresentados, inicialmente, de forma mais geral – em que os países da amostra se encontram agrupados por nível de rendimento e pela sua localização geográfica. Numa segunda fase, são apresentadas todas as correlações para cada país integrante da amostra.

Como foi referido no capítulo anterior, um dos objetivos deste trabalho é verificar se a relação entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico é diferenciada para os períodos antes e depois da crise de 2008. Por isso, o período da amostra foi subdividido em dois: de 2000 a 2007 e de 2008 a 2015, tendo em conta o facto de ter sido a partir de 2008 que os efeitos da crise se fizeram sentir com maior profundidade.

As correlações por nível de rendimento dos países da amostra estão apresentadas na Tabela 5. A relação entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico, para os países de maior rendimento (rendimento alto e médio alto) é positiva estatisticamente significativa, para um nível de significância de 5%. Nos países com rendimento médio baixo, apenas no período de 2000 a 2007, a correlação entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico é positiva e estatisticamente positiva, para um nível de 5%. Para os países de rendimento baixo, existe ausência de correlação entre as duas variáveis em análise para a amostra total e subperíodos.

Tabela 5 – Correlações entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros por nível de rendimento

<i>Nível de Rendimento</i>	<i>Correlação Período 2000-2015</i>	<i>Correlação 2000-2007</i>	<i>Correlação 2008-2015</i>
<i>Rendimento Alto</i>	0,926***	0,929***	0,786**
<i>Rendimento Médio Alto</i>	0,662***	0,905***	0,786**
<i>Rendimento Médio Baixo</i>	0,276	0,714**	-0,548
<i>Rendimento Baixo</i>	-0,018	0,167	-0,357

*** Nível de significância de 1%

** Nível de significância de 5%

* Nível de significância de 10%

As correlações entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros, por região geográfica, estão apresentadas na Tabela 6. De acordo com os resultados, as regiões que contêm países mais desenvolvidos – nomeadamente a América do Norte e a Europa e Ásia Central, são as regiões que apresentam correlações positivas e estatisticamente significativas para um nível de significância de 1%. Estes resultados vão de encontro às correlações apresentadas na Tabela 5. Analisando os resultados para os subperíodos, constata-se, relativamente à América do Norte, que a relação entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico é significativa, para um nível de significância de 5%, apenas para o subperíodo de 2008 a 2015. Pelo contrário, a Europa e Ásia Central apresenta uma relação, entre as duas variáveis, positiva e significativa, para um nível de 5%, apenas para o período de 2000 a 2007. No Leste Asiático e Pacífico, tal como na Europa e Ásia Central, a correlação entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico é positiva e significativa na amostra total e no subperíodo 2000 a 2007.

Tabela 6 – Correlações entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros por região geográfica

Região	Correlação Período 2000-2015	Correlação 2000-2007	Correlação 2008-2015
<i>Sul da Ásia</i>	0,265	0,762**	0,976***
<i>Médio Oriente e Norte de África</i>	0,488	0,548	-0,500
<i>Leste Asiático e Pacífico</i>	0,609**	0,929***	0,190
<i>África Subsariana</i>	0,371	0,452	0,381
<i>América Latina e Caraíbas</i>	0,509**	0,571	0,429
<i>América do Norte</i>	0,653***	0,190	0,881***
<i>Europa e Ásia central</i>	0,926***	0,905***	0,500

*** Nível de significância de 1%

** Nível de significância de 5%

* Nível de significância de 10%

Para analisar de forma mais pormenorizada a relação entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros, as correlações entre as variáveis foram, ainda, calculadas individualmente para cada país pertencente à amostra. Na Tabela 7 estão destacadas as correlações estatisticamente significativas para o nível de significância de 5%. De realçar ainda que dos 108 países da amostra apenas 26 apresentaram correlações estatisticamente significativas para um nível de significância de 5%.

Do conjunto de países que apresentam correlações significativas entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico, 24 apresentam correlações positivas, sendo que deste grupo, a maioria das correlações positivas são relativas a países de rendimento alto e médio alto. As únicas duas correlações negativas significativas pertencem a países de rendimento médio baixo.

Tabela 7 – Correlação entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros por país (a vermelho estão os valores negativos e a verde os positivos)

País	Correlação	País	Correlação	País	Correlação
Albânia	-0,471	Honduras	0,279	Paquistão	0,397
Argentina	0,200	Hong Kong SAR, China	0,606**	Panamá	0,665***
Austrália	0,118	Hungria	0,215	Paraguai	-0,138
Azerbaijão	0,556**	Islândia	0,806***	Peru	0,406
Bahamas	0,703***	Índia	0,438	Filipinas	0,318
Bangladesh	0,162	Indonésia	0,479	Polónia	0,632***
Bielorrússia	-0,038	Israel	0,788***	Portugal	0,285
Belize	0,388	Itália	0,497	Roménia	0,526**
Bolívia	-0,091	Jamaica	0,444	Rússia	0,441
Botswana	0,141	Japão	0,629***	Ruanda	-0,224
Brasil	0,191	Jordânia	-0,318	Arábia Saudita	-0,129
Bulgária	0,406	Cazaquistão	0,335	Ilhas Seychelles	0,385
Burundi	0,324	Coreia do Sul	0,479	Singapura	0,774***
Cabo Verde	0,153	Kuwait	0,397	Eslováquia	0,026
Canadá	-0,029	Quirguistão	0,429	Eslovénia	0,459
Chile	0,424	Laos	0,641***	Ilhas Salomão	0,600**
China	0,382	Letónia	0,562**	África do Sul	0,503**
Costa Rica	0,212	Lesotho	-0,321	Espanha	0,859***
Croácia	0,438	Lituânia	0,085	Sudão	0,338
Chipre	0,403	Macedónia	0,112	Suazilândia	-0,588**
República Checa	0,544**	Malawi	0,332	Suécia	0,091
Dinamarca	0,194	Malta	-0,153	Suíça	0,453
República Dominicana	0,159	Maurícia	0,124	Tanzânia	-0,238
Equador	0,156	México	0,062	Tailândia	0,391
Egito	0,509**	Moldávia	0,024	Tunísia	0,526**
El Salvador	0,232	Mongólia	0,400	Turquia	0,262
Estónia	0,509**	Marrocos	0,229	Uganda	0,229
Ilhas Fiji	0,271	Myanmar	-0,547**	Ucrânia	0,368
Finlândia	0,565**	Namíbia	-0,265	Reino Unido	0,774***
França	0,609**	Nepal	-0,309	Estados Unidos da América	0,579**
Geórgia	0,171	Países Baixos	0,300	Uruguai	0,012
Alemanha	0,459	Nova Zelândia	0,235	Vanuatu	0,212
Gana	0,097	Nicarágua	-0,035	Vietnam	-0,362
Grécia	0,432	Nigéria	0,194	Palestina e Faixa de Gaza	0,026
Guatemala	0,571**	Noruega	0,409	Zâmbia	0,332
Guiana	0,282	Omã	0,062	Total Países	108
Haiti	-0,194				

*** Nível de significância de 1%

** Nível de significância de 5%

* Nível de significância de 10%

Numa tentativa de tentar perceber melhor os resultados, foram calculadas as correlações para os dois subperíodos (2000 a 2007 e 2008 a 2015) para os 26 países da amostra que apresentaram correlações estatisticamente significativas.

Na Tabela 8 pode-se constatar que, de entre os 26 países que apresentam correlações estatisticamente significativas, apenas o Japão e a Singapura apresentam correlações positivas e significativas para os dois subperíodos em análise, para um nível de significância de 5%. Nos restantes países, nos subperíodos, ou apresentam uma das correlações significativas ou nenhuma.

Tabela 8 – Correlações entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros para as observações da amostra que apresentaram correlações significativas no período completo.

País	Correlação 2000-2015	Correlação 2000-2007	Correlação 2008-2015
Azerbaijão	0,556**	0,167	0,214
Bahamas	0,703***	0,690	0,381
República Checa	0,544**	0,310	0,095
Egito	0,509**	0,667	0,357
Estónia	0,509**	-0,048	0,244
Finlândia	0,565**	0,881***	0,167
França	0,609**	0,476	-0,071
Guatemala	0,571**	0,619	0,548
Hong Kong	0,606**	0,619	0,810**
Islândia	0,806***	0,595	0,690
Israel	0,788***	0,810**	0,643
Japão	0,629***	0,738**	0,762**
Laos	0,641***	0,857***	-0,095
Letónia	0,562**	0,476	0,500
Myanmar	-0,547**	-0,333	-0,524
Panamá	0,665***	0,810**	≈ 0,000
Polónia	0,632***	0,548	0,500
Roménia	0,526**	0,690	0,333
Singapura	0,774***	0,762**	0,833**
Ilhas Salomão	0,600**	0,714**	0,476
África do Sul	0,503**	0,595	-0,119
Espanha	0,859***	0,524	0,548
Suazilândia	-0,588**	-0,690	-0,333
Tunísia	0,526**	0,071	0,857**
Reino Unido	0,774***	0,333	0,667
Estados Unidos da América	0,579**	0,095	0,595

*** Nível de significância de 1%

** Nível de significância de 5%

* Nível de significância de 10%

Como foi referido no capítulo da Metodologia, de forma a aferir a robustez dos resultados, é calculada uma regressão de dados em painel. Após a estimação do modelo com efeitos fixos, efeitos aleatórios e OLS, conforme os anexos 2, 3 e 4², e efetuados os testes descritos na metodologia, constata-se que o modelo de efeitos fixos é o mais adequado. Os coeficientes estimados estão apresentados na Tabela 9.

Tabela 9 – Coeficientes da regressão de dados em painel com o modelo de efeitos fixos e erros padrão robustos, com taxa de crescimento real do PIB como variável dependente.

Variável/Parâmetro	Coeficiente
<i>Constante</i>	-0,0970794
<i>Taxa de inflação</i>	-0,000431588
<i>Educação do nível secundário</i>	-0,0993072
<i>Comércio</i>	0,00109376**
<i>Taxa de Crescimento da População</i>	-0,0501777**
<i>Índice de classificação dos países por transparência, responsabilidade e corrupção no setor público</i>	0,0510907***
<i>Integração dos mercados financeiros</i>	401083***

*** Nível de significância de 1%

** Nível de significância de 5%

* Nível de significância de 10%

Os resultados apresentados na Tabela 9 indicam que apenas 4 dos 7 coeficientes estimados são significativos, para um nível de significância de 5%. De realçar o facto de o coeficiente associado à variável que representa a integração dos mercados financeiros ser significativo, ao nível de 1%. O facto da variável que representa a integração dos mercados

² No anexo 3, no teste F, rejeita-se a hipótese de que o modelo OLS é adequado, comparando com o modelo de efeitos fixos, pois tem um *p-value* baixo para um nível de significância de 5%; ainda no anexo 3, no teste Breush-Pagan, e no teste de Hausman os *p-values* levam à rejeição do modelo de efeitos aleatórios. Segundo o anexo 4, o LSVD R² do modelo de efeitos fixos tem maior qualidade em relação ao modelo OLS anterior. O teste conjunto em regressores designados e o teste para diferenciar grupos de interceções, leva à validação do modelo de efeitos fixos (isto é, existe efeito das variáveis independentes no crescimento económico, assim como efeitos individuais).

financeiros ser um rácio entre os fluxos financeiros e o PIB e, como os fluxos têm pouco peso no total do PIB (apresenta valores com cerca de 7 e 8 casa decimais à direita do zero), o que acaba por originar um coeficiente de grande valor no modelo de regressão.

Para aferir também a robustez dos resultados para os subperíodos, foi estimado o mesmo modelo para os subperíodos pré e pós crise. Observando os resultados dos coeficientes das variáveis, para o subperíodo 2000-2007 (Tabela 10), o coeficiente relativo à variável da integração dos mercados financeiros não é estatisticamente significativo, para um nível de significância de 5%. No subperíodo 2008-2015, a integração dos mercados financeiros tem um coeficiente significativo e positivo ao nível de 5%.

Tabela 10 – Coeficientes da regressão de dados em painel com o modelo de efeitos fixos e erros padrão robustos, com taxa de crescimento real do PIB como variável dependente, para os subperíodos.

Variável/Parâmetro	Coeficientes 2000-2007	Coeficiente 20008-2015
<i>Constante</i>	0,389687	-0,226485***
<i>Taxa de inflação</i>	-0,00212375*	0,000238595
<i>Educação do nível secundário</i>	-0,423688	0,157127
<i>Comércio</i>	0,000637048	0,000373212
<i>Taxa de Crescimento da População</i>	-0,141918	0,0335131**
<i>Índice de classificação dos países por transparência, responsabilidade e corrupção no setor público</i>	0,02156698	0,0402117***
<i>Integração dos mercados financeiros</i>	774661	160101**

*** Nível de significância de 1%

** Nível de significância de 5%

* Nível de significância de 10%

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

5. Discussão

As hipóteses propostas têm como objetivo aferir a relação entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico. Tendo em atenção a revisão de literatura, esperava-se encontrar uma relação positiva entre as variáveis em estudo, mais pronunciada, sobretudo, nos países com menor nível de rendimento e um resultado distinto entre os períodos pré e pós crise.

Na análise às correlações entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico, por nível de rendimento e por região geográfica, constata-se que todas as correlações significativas são, também, positivas, para um nível de significância de 5%.

Na análise das correlações, por níveis de rendimento, constata-se que os países de rendimentos mais altos obtiveram correlações positivas e significativas, como pode ser verificado na Tabela 11. Este resultados confirmam a hipótese 1 (a correlação entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros é positiva) e corroboram os resultados dos estudos de Chen & Quang (2014), Friedrich *et al.* (2013), Gehringer (2013), Kose *et al.* (2009), Levine (2001), Maudos & Guevara (2015), Obstfeld (1994), Salha *et al.* (2012), Sawalha *et al.* (2016).

Tabela 11 – Resumo das correlações significativas por nível de rendimento e por região geográfica

	2000-2015	2000-2007	2008-2015
<i>Rendimento Alto</i>	+	+	+
<i>Rendimento Médio Alto</i>	+	+	+
<i>Rendimento Médio Baixo</i>		+	
<i>Rendimento Baixo</i>			
<i>Sul da Ásia</i>		+	+
<i>Europa e Ásia central</i>	+	+	
<i>Médio Oriente e Norte de África</i>			
<i>Leste Asiático e Pacífico</i>	+	+	
<i>África Subsariana</i>			
<i>América Latina e Caraíbas</i>	+		
<i>América do Norte</i>	+		+

Ao contrário do estipulado pela hipótese 2 deste trabalho (a correlação entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros é mais pronunciada nos países com menor nível de rendimento), os resultados indicam uma ausência de relação entre as variáveis para os países de baixo rendimento, para todos os períodos em análise. Os países de rendimento médio baixo apenas têm uma correlação positiva no subperíodo de 2000 a 2007, sendo que os restantes valores não são estatisticamente significativos para um nível de significância de 5%. Estes resultados corroboram o estudo de Alfaro *et al.* (2008), estudo no qual se verifica que os capitais não fluem para os países mais pobres, como seria de esperar.

Em relação à hipótese 3 (a correlação entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros após a crise financeira de 2008 é negativa), não foram encontradas correlações negativas na análise, por nível de rendimento e região geográfica, o que significa que nesta primeira análise esta hipótese é rejeitada. Observando os valores das correlações, nos países de rendimento alto e médio alto, cujos resultados são significativos para todos os períodos estudados, é possível notar uma diminuição do coeficiente de correlação no período de 2008-2015, comparativamente com o período 2000-2007. No entanto, os resultados da estimação do modelo de dados em painel, por subperíodos, apresentam para o subperíodo 2008-2015 um coeficiente positivo e significativo, para um nível de significância de 5%, para a variável da integração dos mercados financeiros.

Quanto aos resultados das correlações por região geográfica, 3 das 7 regiões não têm correlação significativa para o período completo, pelo que as restantes apresentam resultados além de significativos, positivos. Esta constatação corrobora, uma vez mais, a primeira hipótese deste estudo. Os resultados apurados para os subperíodos não têm uma interpretação tão linear, o que leva à possível rejeição da hipótese 3. Apenas o Sul da Ásia, cuja correlação para o período completo não é significativa, apresenta resultados significativos para os dois subperíodos e, ao contrário do que se verifica na análise por nível de rendimento, o coeficiente de correlação é mais elevado no subperíodo 2008-2015. Similarmente, ao contrário do que seria de esperar, na região da América do Norte, a correlação é positiva e significativa, com um coeficiente elevado, para o período pós-crise (2008-2015), o que não corrobora de a hipótese 3. Na Europa e Ásia Central, o coeficiente de correlação é positivo na pré-crise, e deixa de ser significativo no subperíodo 2008-2015. Este resultado pode refletir o facto de os países dessa zona geográfica terem sido bastante

afetados pela crise, no entanto, e tendo em conta que é uma região composta por países de rendimentos altos e médio altos, não é coerente com os resultados obtidos na análise por nível de rendimento. No fundo, a análise por região geográfica não permite chegar a conclusões concretas.

Na análise mais refinada, por país, 82 dos 108 países constituintes da amostra não apresentam correlações significativas, o que à partida pode conduzir à conclusão de ausência de relação entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico, como foi concluído por Guiso *et al.* (2004), Edison *et al.* (2002) e Schularick & Steger (2010) (neste último artigo, os autores subdividiram os períodos e encontraram ausência de correlação para o período mais recente). Porém, das 26 correlações significativas (resumidas na Tabela 12), 24 são positivas e, destas 24 correlações positivas, a maioria dizem respeito aos países de rendimentos mais altos, como é de facto verificado na análise onde a amostra estava dividida por níveis de rendimento.

Tendo em conta que apenas 26 dos 108 países da amostra apresentam correlações significativas e, aquando da divisão do período essa significância se dissipou, podemos inferir que a análise do impacto da integração dos mercados financeiros sobre o crescimento económico difere consoante o tamanho da amostra. Neste sentido, o período em análise é uma chave importante para análises comparativas entre diferentes estudos. Por outro lado, o facto de só 26 países apresentarem correlações significativas pode indiciar ausência de relação entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico.

Os países da amostra com rendimentos mais altos indiciam uma relação positiva entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico (como pode ser verificado na Tabela 12). No entanto, como apenas cerca de $\frac{1}{4}$ das correlações dos 108 países estudados são significativas, não se pode assumir, com estes resultados, que a hipótese 1 se verifica.

Tabela 12 – Resumo dos resultados dos países da amostra que apresentaram correlações estatisticamente significativas entre o crescimento económico e a integração dos mercados financeiros, por nível de rendimento, para o período de 2000 a 2015.

Correlações Significativas	Nº países	Países
Positivas	TOTAL: 24	
Rendimento Alto	15	Bahamas, República Checa, Estónia, Finlândia, França, Hong Kong, Islândia, Israel, Japão, Lituânia, Polónia, Singapura, Espanha, Reino Unido, Estados Unidos da América
Rendimento Médio Alto	4	Azerbaijão, Panamá, Roménia, África do Sul
Rendimento Médio Baixo	5	Egito, Guatemala, Laos, Ilhas Salomão, Tunísia
Rendimento Baixo	-	-
Negativas	TOTAL: 2	
Rendimento Alto	-	-
Rendimento Médio Alto	-	-
Rendimento Médio Baixo	2	Myanmar, Suazilândia
Rendimento Baixo	-	-

Na análise dos resultados obtidos pela estimação de dados em painel com o modelo de efeitos fixos, constata-se que, para a amostra total, a soma dos fluxos financeiros sobre o PIB (variável que operacionaliza a integração dos mercados financeiros) tem um coeficiente positivo e com um nível de significância de 1%. Tendo em conta que a análise das correlações deixava algumas dúvidas em relação ao facto de se poder assumir a hipótese 1 como verdadeira, estes resultados vêm corroborar a hipótese 1, isto é, a hipótese de que o impacto da integração dos mercados financeiros no crescimento económico é positivo. Em relação aos resultados das estimações para os subperíodos, a integração dos mercados financeiros é apenas significativa para o subperíodo 2008-2015, sendo que desta forma rejeita-se a hipótese 3.

Estes resultados corroboram as conclusões dos artigos de Chen & Quang (2014), (Friedrich *et al.* (2013), Gehringer (2013), Kose *et al.* (2009), Levine (2001), Maudos & Guevara (2015), Obstfeld (1994), Salha *et al.* (2012) e Sawalha *et al.* (2016). Contudo, em relação à hipótese 2, não existe evidência estatística para afirmar que não se rejeita esta hipótese. Perante esta questão, não é então possível afirmar que os países de menores

rendimentos beneficiam de um impacto positivo e mais pronunciado da integração dos mercados financeiros no crescimento económico do que os países com maiores rendimentos (como concluiu Friedrich *et al.* (2013)), pois verificou-se precisamente o contrário. Como todos os valores encontrados conduzem a uma relação positiva entre as variáveis em estudo, pode ser inferido que não se verifica a hipótese 3, que pressupunha encontrar uma influência negativa da integração dos mercados financeiros no crescimento económico num período de crise, tal como refere Stiglitz (2000) e tal como evidenciou o estudo de Friedrich *et al.* (2013). Salha *et al.* (2012) concluíram, no seu estudo, que nos países financeiramente integrados os efeitos negativos das crises são atenuados, pelo que esta conclusão vai de encontro aos resultados apurados no presente estudo.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

6. Conclusões

O principal objetivo desta investigação é estudar o impacto da integração dos mercados financeiros no crescimento económico. Perante os resultados encontrados, existe evidência para afirmar que as variáveis estão relacionadas de forma positiva, o que leva a concluir um impacto positivo da integração dos mercados financeiros no crescimento económico.

Porém, não foi possível corroborar os estudos que referem que a integração dos mercados financeiros tem um impacto negativo no crescimento económico em conjunturas de crises, nem que os países com menos rendimentos apresentam um impacto entre as variáveis positivo, e mais pronunciado do que os países com mais rendimento.

Uma das questões pertinentes, levantadas por esta investigação, é o facto de identificarmos em alguns países correlações positivas e significativas utilizando o período da amostra total, e para os mesmos países ser identificado ausência de correlação aquando da análise para os dois subperíodos. Isto pode significar que a análise do impacto da integração dos mercados financeiros no crescimento económico depende da longevidade do período em estudo

Teoricamente, o objetivo da integração dos mercados financeiros é causar um impacto positivo no crescimento económico dos países, como foi referido na revisão de literatura. Os resultados deste estudo parecem indiciar que a relação entre as duas variáveis é positiva (sobretudo em países com maiores níveis de rendimento) ou, na pior das hipóteses, não existente, mas não negativa, como alguns estudos advogam (tais como Imbs (2006), Özdemir (2014) e Wasiu & Temitope (2015)).

Dados os resultados obtidos, seria interessante, numa investigação futura, analisar a relação entre a integração dos mercados financeiros e o crescimento económico comparando mercados emergentes e mercados desenvolvidos. Por outro lado, os resultados obtidos poderiam ser melhorados caso tivesse sido utilizado um modelo de dados em painel dinâmico, como aliás fazem bastantes autores referidos na revisão de literatura. Dado que a literatura refere que os influxos contribuem mais para o desenvolvimento dos países do que os exfluxos (sobretudo nos países menos desenvolvidos), seria também interessante estudar o impacto dos influxos financeiros no crescimento económico. Por fim, seria também uma mais-valia efetuar o estudo do impacto da integração dos mercados

financeiros no desenvolvimento económico, medido, por exemplo, pelo IDH (Índice de Desenvolvimento Humano).

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Bibliografia

- Alfaro, L., Sebnem, K.-O., & Volosovych, V. (2008). Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation. *The Review of Economics and Statistics*, 90(2), 347–368. <http://doi.org/10.1162/rest.90.2.347>
- Brinkman, R. (1995). Economic Growth versus Economic Development: Toward a Conceptual Clarification. *Journal of Economic Issues (Association for Evolutionary Economics)*, 29(4), 1171–1188.
- Chen, J., & Quang, T. (2014). The impact of international financial integration on economic growth: New evidence on threshold effects. *Economic Modelling*, 42, 475–489. <http://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.06.011>
- Edison, H. J., Levine, R., Ricci, L., & Sløk, T. (2002). International financial integration and economic growth. *Journal of International Money and Finance*, 21(6), 749–776. [http://doi.org/10.1016/S0261-5606\(02\)00021-9](http://doi.org/10.1016/S0261-5606(02)00021-9)
- Friedman, T. L. (2005). *O Mundo é Plano* (5th ed.). Lisboa: Actual Editora.
- Friedrich, C., Schnabel, I., & Zettelmeyer, J. (2013). Financial integration and growth - Why is Emerging Europe different? *Journal of International Economics*, 89(2), 522–538. <http://doi.org/10.1016/j.jinteco.2012.07.003>
- Gehring, A. (2013). Growth, productivity and capital accumulation: The effects of financial liberalization in the case of European integration. *International Review of Economics and Finance*, 25, 291–309. <http://doi.org/10.1016/j.iref.2012.07.015>
- Gehring, A. (2015). Uneven effects of financial liberalization on productivity growth in the EU: Evidence from a dynamic panel investigation. *International Journal of Production Economics*, 159, 334–346. <http://doi.org/10.1016/j.ijpe.2014.05.003>
- Guiso, L., Jappelli, T., Padula, M., & Pagano, M. (2004). Financial market integration and economic growth in the EU. *Economic Policy*, (October), 523–577.
- Haapanen, L., & Tapio, P. (2016). Economic growth as phenomenon, institution and ideology: a qualitative content analysis of the 21st century growth critique. *Journal of Cleaner Production*, 112, 3492–3503. <http://doi.org/10.1016/j.jclepro.2015.10.024>
- Imbs, J. (2006). The real effects of financial integration. *Journal of International*

- Economics*, 68(2), 296–324. <http://doi.org/10.1016/j.jinteco.2005.05.003>
- IMF. (2009). *Balance of Payments and International Investment Position Manual*.
- Kose, M. A., Prasad, E. S., & Taylor, A. D. (2009). *Thresholds in the Process of International Financial Integration*. Cambridge.
- Levine, R. (2001). International Financial Liberalization and Economic Growth, 9(4), 688–702.
- Levine, R., & King, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics*, 717–737.
- Maroco, J. (2003). *Análise Estatística*. (R. Manuel, Ed.) (1st ed.). Lisboa: Edições Sílabo.
- Maudos, J., & Guevara, J. F. de. (2015). The economic impact of European financial integration: The importance of the banking union. *The Spanish Review of Financial Economics*, 13(1), 11–19. <http://doi.org/10.1016/j.srfe.2015.02.001>
- Obstfeld, M. (1994). Risk-Taking, Global Diversification and Growth. *American Economic Review*, 84(5), 1310–1329.
- Özdemir, D. (2014). Economic growth and financial liberalization in the EU accession countries. *Applied Economics Letters*, 21(15), 1036–1044. <http://doi.org/10.1080/13504851.2014.907470>
- Rusek, A. (2004). Financial integration and growth in the global economy. *International Advances in Economic Research*, 10(4), 278–288. <http://doi.org/10.1007/BF02295141>
- Salha, O. Ben, Bouazizi, T., & Aloui, C. (2012). Financial liberalization, banking crises and economic growth: The case of South Mediterranean countries. *Global Economy Journal*, 12(3). <http://doi.org/10.1515/1524-5861.1816>
- Sawalha, N. N., Elian, M. I., & Suliman, A. H. (2016). FOREIGN CAPITAL INFLOWS AND ECONOMIC GROWTH IN DEVELOPED AND EMERGING ECONOMIES : A COMPARATIVE. *The Journal of Developing Areas*, 50(1), 237–256.
- Schularick, M., & Steger, T. M. (2010). Financial Integration, Investment, and Economic Growth: Evidence from Two Eras of Financial Globalization. *Review of Economics and Statistics*, 92(4), 756–768. <http://doi.org/10.1093/jae/ejh043>
- Sen, A. (1988). Chapter 1: The concept of development. In *Handbook of Development Economics* (Vol. 1, pp. 9–26). [http://doi.org/10.1016/S1573-4471\(88\)01004-6](http://doi.org/10.1016/S1573-4471(88)01004-6)

- Shaw, E. S., & Gurley, J. G. (1955). Financial Aspects of Economic Development. *The American Economic Review*, 45(4), 515–538.
- Stiglitz, J. E. (2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development*, 28(6), 1075–1086. [http://doi.org/10.1016/S0305-750X\(00\)00006-1](http://doi.org/10.1016/S0305-750X(00)00006-1)
- Thirwall, A. P. (1994). *Growth and Development* (5th ed.). Macmillan.
- Wasiu, O. I., & Temitope, M. W. (2015). Financial Market Integration and Economic Growth: An Experience from Nigeria. *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 2(7), 656–669.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Anexos

Anexo 1 – Lista de países da amostra conforme a sua classificação por nível de rendimento e região geográfica

País	Nível de Rendimento	Região Geográfica
Albânia	Rendimento Médio Alto	Europa e Ásia central
Argentina	Rendimento Médio Alto	América Latina e Caraíbas
Austrália	Rendimento Alto	Leste Asiático e Pacífico
Azerbaijão	Rendimento Médio Alto	Europa e Ásia central
Bahamas	Rendimento Alto	América Latina e Caraíbas
Bangladesh	Rendimento Médio Baixo	Sul da Ásia
Bielorrússia	Rendimento Médio Alto	Europa e Ásia central
Belize	Rendimento Médio Alto	América Latina e Caraíbas
Bolívia	Rendimento Médio Baixo	América Latina e Caraíbas
Botswana	Rendimento Médio Alto	África Subsariana
Brasil	Rendimento Médio Alto	América Latina e Caraíbas
Bulgária	Rendimento Médio Alto	Europa e Ásia central
Burundi	Rendimento Baixo	África Subsariana
Cabo Verde	Rendimento Médio Baixo	África Subsariana
Canadá	Rendimento Alto	América do Norte
Chile	Rendimento Alto	América Latina e Caraíbas
China	Rendimento Médio Alto	Leste Asiático e Pacífico
Costa Rica	Rendimento Médio Alto	América Latina e Caraíbas
Croácia	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Chipre	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
República Checa	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Dinamarca	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
República Dominicana	Rendimento Médio Alto	América Latina e Caraíbas
Equador	Rendimento Médio Alto	América Latina e Caraíbas
Egito	Rendimento Médio Baixo	Médio Oriente e Norte de África
El Salvador	Rendimento Médio Baixo	América Latina e Caraíbas
Estónia	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Ilhas Fiji	Rendimento Médio Alto	Leste Asiático e Pacífico
Finlândia	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
França	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Geórgia	Rendimento Médio Alto	Europa e Ásia central
Alemanha	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Gana	Rendimento Médio Baixo	África Subsariana
Grécia	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Guatemala	Rendimento Médio Baixo	América Latina e Caraíbas
Guiana	Rendimento Médio Alto	América Latina e Caraíbas
Haiti	Rendimento Baixo	América Latina e Caraíbas
Honduras	Rendimento Médio Baixo	América Latina e Caraíbas

Hong Kong SAR, China	Rendimento Alto	Leste Asiático e Pacífico
Hungria	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Islândia	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Índia	Rendimento Médio Baixo	Sul da Ásia
Indonésia	Rendimento Médio Baixo	Leste Asiático e Pacífico
Israel	Rendimento Alto	Médio Oriente e Norte de África
Itália	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Jamaica	Rendimento Médio Alto	América Latina e Caraíbas
Japão	Rendimento Alto	Leste Asiático e Pacífico
Jordânia	Rendimento Médio Alto	Médio Oriente e Norte de África
Cazaquistão	Rendimento Médio Alto	Europa e Ásia central
Coreia do Sul	Rendimento Alto	Leste Asiático e Pacífico
Kuwait	Rendimento Alto	Médio Oriente e Norte de África
Quirguistão	Rendimento Médio Baixo	Europa e Ásia central
Laos	Rendimento Médio Baixo	Leste Asiático e Pacífico
Letónia	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Lesotho	Rendimento Médio Baixo	África Subsariana
Lituânia	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Macedónia	Rendimento Médio Alto	Europa e Ásia central
Malawi	Rendimento Baixo	África Subsariana
Malta	Rendimento Alto	Médio Oriente e Norte de África
Maurícia	Rendimento Médio Alto	África Subsariana
México	Rendimento Médio Alto	América Latina e Caraíbas
Moldávia	Rendimento Médio Baixo	Europa e Ásia central
Mongólia	Rendimento Médio Baixo	Leste Asiático e Pacífico
Marrocos	Rendimento Médio Baixo	Médio Oriente e Norte de África
Myanmar	Rendimento Médio Baixo	Leste Asiático e Pacífico
Namíbia	Rendimento Médio Alto	África Subsariana
Nepal	Rendimento Baixo	Sul da Ásia
Países Baixos	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Nova Zelândia	Rendimento Alto	Leste Asiático e Pacífico
Nicarágua	Rendimento Médio Baixo	América Latina e Caraíbas
Nigéria	Rendimento Médio Baixo	África Subsariana
Noruega	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Omã	Rendimento Alto	Médio Oriente e Norte de África
Paquistão	Rendimento Médio Baixo	Sul da Ásia
Panamá	Rendimento Médio Alto	América Latina e Caraíbas
Paraguai	Rendimento Médio Alto	América Latina e Caraíbas
Peru	Rendimento Médio Alto	América Latina e Caraíbas
Filipinas	Rendimento Médio Baixo	Leste Asiático e Pacífico
Polónia	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Portugal	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Roménia	Rendimento Médio Alto	Europa e Ásia central
Rússia	Rendimento Médio Alto	Europa e Ásia central
Ruanda	Rendimento Baixo	África Subsariana
Arábia Saudita	Rendimento Alto	Médio Oriente e Norte de África


Ilhas Seychelles	Rendimento Alto	África Subsariana
Singapura	Rendimento Alto	Leste Asiático e Pacífico
Eslováquia	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Eslovénia	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Ilhas Salomão	Rendimento Médio Baixo	Leste Asiático e Pacífico
África do Sul	Rendimento Médio Alto	África Subsariana
Espanha	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Sudão	Rendimento Médio Baixo	África Subsariana
Suazilândia	Rendimento Médio Baixo	África Subsariana
Suécia	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Suíça	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Tanzânia	Rendimento Baixo	África Subsariana
Tailândia	Rendimento Médio Alto	Leste Asiático e Pacífico
Tunísia	Rendimento Médio Baixo	Médio Oriente e Norte de África
Turquia	Rendimento Médio Alto	Europa e Ásia central
Uganda	Rendimento Baixo	África Subsariana
Ucrânia	Rendimento Médio Baixo	Europa e Ásia central
Reino Unido	Rendimento Alto	Europa e Ásia central
Estados Unidos da América	Rendimento Alto	América do Norte
Uruguai	Rendimento Alto	América Latina e Caraíbas
Vanuatu	Rendimento Médio Baixo	Leste Asiático e Pacífico
Vietnam	Rendimento Médio Baixo	Leste Asiático e Pacífico
Palestina e Faixa de Gaza	Rendimento Médio Baixo	Médio Oriente e Norte de África
Zâmbia	Rendimento Médio Baixo	África Subsariana

Modelo 1: Mínimos Quadrados de amostragem ("Pooled OLS"), usando 98 observações
 Incluídas 20 unidades de secção-cruzada
 Comprimento da série temporal: mínimo 1, máximo 10
 Variável dependente: GDPgrowthannual
 Erros padrão robustos (HAC)

	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p	
const	0,0565986	0,0312984	1,808	0,0739	*
InflationGDPdefl~	3,76838e-05	0,000475008	0,07933	0,9369	
TradeofGDP	-4,44761e-05	0,000135018	-0,3294	0,7426	
Populationgrowth~	4,68200e-05	0,00548765	0,008532	0,9932	
Adjustednetenrol~	-0,0264740	0,0310213	-0,8534	0,3957	
CPIAtransparency~	-0,00414337	0,00565958	-0,7321	0,4660	
FinancialFlowsGDP	322284	44126,4	7,304	1,03e-010	***
Média var. dependente	0,058055	D.P. var. dependente	0,047185		
Soma resid. quadrados	0,126645	E.P. da regressão	0,037306		
R-quadrado	0,413588	R-quadrado ajustado	0,374924		
F(6, 91)	40,30610	valor P(F)	1,40e-23		
Log. da verosimilhança	186,8594	Critério de Akaike	-359,7187		
Critério de Schwarz	-341,6240	Critério Hannan-Quinn	-352,3998		
rho	0,198481	Durbin-Watson	1,216973		

Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 5 (Populationgrowthannual)

Anexo 2 – Modelo OLS

 gretl: diagnósticos do modelo de painel



Variância dos resíduos: 0,0830908/(98 - 26) = 0,00115404

Significância conjunta da diferenciação das médias de grupo:

$F(19, 72) = 1,98636$ com valor p 0,0198065

(Um valor p baixo contraria a hipótese nula de que o modelo Mínimos Quadrados (OLS) agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos.)

Estatística de teste Breusch-Pagan:

$LM = 0,520471$ com valor p = $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(1) > 0,520471) = 0,470641$

(Um valor p baixo contraria a hipótese nula de que o modelo Mínimos Quadrados (OLS) agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios.)

Estatística de teste de Hausman:

$H = 29,0208$ com valor p = $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(6) > 29,0208) = 6,02884e-005$

(Um valor p baixo contraria a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é consistente, validando a hipótese alternativa da existência do modelo de efeitos fixos.)

Anexo 3 - Diagnóstico do modelo de dados em painel, comparando o modelo OLS

Ficheiro Editar Testes Gravar Gráficos Análise LaTeX

Modelo 3: Efeitos-fixos, usando 98 observações
 Incluídas 20 unidades de secção-cruzada
 Comprimento da série temporal: mínimo 1, máximo 10
 Variável dependente: GDPgrowthannual
 Erros padrão robustos (HAC)

	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p	
const	-0,0970794	0,106668	-0,9101	0,3658	
InflationGDPdefl~	-0,000431588	0,000818415	-0,5273	0,5996	
TradeofGDP	0,00109376	0,000491950	2,223	0,0293	**
Populationgrowth~	-0,0501777	0,0216798	-2,314	0,0235	**
Adjustednetenrol~	-0,0993072	0,148022	-0,6709	0,5044	
CPIAtransparency~	0,0510907	0,0179665	2,844	0,0058	***
FinancialFlowsGDP	401083	146145	2,744	0,0076	***

Média var. dependente	0,058055	D.P. var. dependente	0,047185
Soma resid. quadrados	0,083091	E.P. da regressão	0,033971
LSDV R-quadrado	0,615260	Dentro R-quadrado	0,371922
Log. da verosimilhança	207,5107	Critério de Akaike	-363,0213
Critério de Schwarz	-295,8122	Critério Hannan-Quinn	-335,8366
rho	-0,029156	Durbin-Watson	1,569184

Teste conjunto em regressores designados -
 Estatística de teste: $F(6, 72) = 4,01824$
 com valor p = $P(F(6, 72) > 4,01824) = 0,00158453$

Robust test for differing group intercepts -
 Hipótese nula: Os grupos têm a mesma intercepção no eixo x=0
 Estatística de teste: Welch $F(19, 31,5) = 6,34072$
 com valor p = $P(F(19, 31,5) > 6,34072) = 3,0775e-006$

Teste da normalidade dos resíduos -
 Hipótese nula: o erro tem distribuição Normal
 Estatística de teste: Qui-quadrado(2) = 16,8265
 com valor p = 0,000221909

Teste de Wald independente da distribuição para heterocedasticidade -
 Hipótese nula: as unidades têm a mesma variância de erro
 Estatística de teste assimpótica: Qui-quadrado(16) = 1,23934e+028
 com valor p = 0

Anexo 4 – Regressão de dados em painel, com o modelo de efeitos fixos e erros padrão robustos para o período 2000-2015.

```

gret: modelo 2
Ficheiro  Editar  Testes  Gravar  Gráficos  Análise  LaTeX
Modelo 2: Efeitos-fixos, usando 26 observações
Incluídas 13 unidades de secção-cruzada
Comprimento da série temporal: mínimo 1, máximo 3
Variável dependente: GDPgrowthannual
Erros padrão robustos (HAC)

-----
                coeficiente          erro padrão          rácio-t  valor p
-----
const                0,389687          0,600444          0,6490  0,5370
InflationGDPdefl~   -0,00212375          0,00111128        -1,911  0,0976 *
TradeofGDP           0,000637048          0,000912535         0,6981  0,5076
Populationgrowth~   -0,141918            0,154851         -0,9165  0,3899
Adjustednetenrol~   -0,423688            0,657654         -0,6442  0,5399
CPIAtransparency~   -0,0215698           0,0340234         -0,6340  0,5463
FinancialFlowsGDP    774661                431311            1,796  0,1155

Média var. dependente  0,079680  D.P. var. dependente  0,072365
Soma resid. quadrados  0,007876  E.P. da regressão     0,033542
LSDV R-quadrado        0,939842  Dentro R-quadrado     0,447969
Log. da verosimilhança 68,43470  Critério de Akaike    -98,86939
Critério de Schwarz    -74,96556  Critério Hannan-Quinn -91,98595
rho                    -0,179602  Durbin-Watson         1,341693

Teste conjunto em regressores designados -
Estatística de teste: F(6, 7) = 17,7724
com valor p = P(F(6, 7) > 17,7724) = 0,000650902

Robust test for differing group intercepts -
Hipótese nula: Os grupos têm a mesma intercepção no eixo x=0
Estatística de teste: Welch F(12, 9,9) = 16,6084
com valor p = P(F(12, 9,9) > 16,6084) = 5,44974e-005

```

Anexo 5 – Regressão de dados em painel, com o modelo de efeitos fixos e erros padrão robustos, para o período 2000-2007

```

gretl: modelo 1
Ficheiro Editar Testes Gravar Gráficos Análise LaTeX
Modelo 1: Efeitos-fixos, usando 72 observações
Incluídas 20 unidades de secção-cruzada
Comprimento da série temporal: mínimo 1, máximo 7
Variável dependente: GDPgrowthannual
Erros padrão robustos (HAC)

-----
                coeficiente          erro padrão      rácio-t  valor p
-----
const                -0,226485          0,0669267      -3,384   0,0015   ***
InflationGDPdefl~    0,000238595          0,000489903    0,4870   0,6286
TradeofGDP           0,000373212          0,000545106    0,6847   0,4970
Populationgrowth~    0,0335131           0,0164831      2,033    0,0478   **
Adjustednetenrol~    0,157127            0,109707       1,432    0,1588
CPIAtransparency~    0,0402117           0,0143125      2,810    0,0073   ***
FinancialAccount~    160101              74722,2        2,143    0,0375   **

Média var. dependente  0,050246  D.P. var. dependente  0,031061
Soma resid. quadrados  0,029683  E.P. da regressão     0,025402
LSDV R-quadrado        0,566677  Dentro R-quadrado     0,241556
Log. da verosimilhança 178,4147  Critério de Akaike    -304,8293
Critério de Schwarz    -245,6360  Critério Hannan-Quinn -281,2643
rho                    -0,265371  Durbin-Watson         2,296686

Teste conjunto em regressores designados -
Estatística de teste: F(6, 46) = 12,354
com valor p = P(F(6, 46) > 12,354) = 3,10563e-008

Robust test for differing group intercepts -
Hipótese nula: Os grupos têm a mesma intercepção no eixo x=0
Estatística de teste: Welch F(19, 23,7) = 15,5238
com valor p = P(F(19, 23,7) > 15,5238) = 4,18001e-009

```

Anexo 6 – Regressão de dados em painel, com o modelo de efeitos fixos e erros padrão robustos, para o período 2008-2015