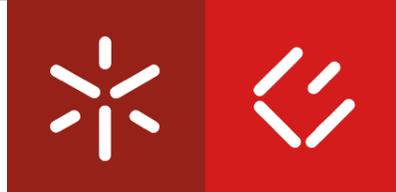


**Universidade do Minho**  
Escola de Economia e Gestão

Flávia Gabriela Rodrigues Pereira

**Mercado Bancário, Mercado de Capitais e  
crescimento económico em países da  
América Latina.**





**Universidade do Minho**  
Escola de Economia e Gestão

Flávia Gabriela Rodrigues Pereira

**Mercado Bancário, Mercado de Capitais  
e crescimento económico em países da  
América Latina**

Dissertação do Mestrado  
Mestrado em Economia Monetária e Bancária e Financeira

Trabalho efetuado sob a orientação da

**Professora Doutora Maria João Cabral Almeida  
Ribeiro Thompson**

e da

**Professora Doutora Maria Lurdes Castro Martins**

## DIREITOS DE AUTOR E CONDIÇÕES DE UTILIZAÇÃO DO TRABALHO POR TERCEIROS

Este é um trabalho académico que pode ser utilizado por terceiros desde que respeitadas as regras e boas práticas internacionalmente aceites, no que concerne aos direitos de autor e direitos conexos.

Assim, o presente trabalho pode ser utilizado nos termos previstos na licença abaixo indicada.

Caso o utilizador necessite de permissão para poder fazer um uso do trabalho em condições não previstas no licenciamento indicado, deverá contactar o autor, através do RepositóriUM da Universidade do Minho.

*Licença concedida aos utilizadores deste trabalho*



**Atribuição-NãoComercial-SemDerivações**  
**CC BY-NC-ND**

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>

## Agradecimentos

À professora Maria João Thompson, pela forma amiga e generosa com que sempre me incentivou, por toda a confiança que depositou em mim e por toda a ajuda que me deu ao longo deste trabalho.

À professora Lurdes Martins pelos seus conhecimentos, pelo seu empenho, profissionalismo, dedicação e também, pela disponibilidade e paciência em me receber e esclarecer dúvidas a qualquer hora do dia.

À minha família, em especial aos meus pais e à minha irmã, por investirem em mim tempo, dinheiro, paciência e muito amor. Espero que se sintam orgulhosos e que este trabalho seja um retorno por tudo que têm feito por mim. Se cheguei onde estou hoje, foi sem dúvida por vocês.

Ao meu namorado, pela força transmitida, pela paciência e pelo amor demonstrado em todo o caminho que já percorremos. Obrigada por não me deixares desistir nos momentos de desânimo e por teres sempre uma palavra de conforto nas alturas mais difíceis.

À Bruna, que foi sem dúvida a melhor pessoa que a Universidade do Minho me trouxe. Ambas sabemos o quão incrível e difícil a vida académica pode ser, mas se houve alguém que esteve sempre lá, foste tu!

Por último, mas não menos importante, aos meus amigos, Ana, Beatriz, Diogo, Juliana, João, Vânia, e que me acompanham desde sempre. Obrigada por estarem sempre presentes em todos os momentos da minha vida.

Agradecer-vos não é um gesto que se põe em papel, mas algo que se partilha ao longo da vida. Obrigada.

## DECLARAÇÃO DE INTEGRIDADE

Declaro ter atuado com integridade na elaboração do presente trabalho académico e confirmo que não recorri à prática de plágio nem a qualquer forma de utilização indevida ou falsificação de informações ou resultados em nenhuma das etapas conducente à sua elaboração.

Mais declaro que conheço e que respeitei o Código de Conduta Ética da Universidade do Minho.

## Resumo

A relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento económico tem sido um tópico de grande interesse e debate entre os economistas e académicos ao longo dos anos. O debate tem girado principalmente em torno de duas grandes questões. Primeiro, se “existe alguma relação entre desenvolvimento do setor financeiro e crescimento económico” e segundo, “qual é a natureza e direção desta relação, isto é, se é o desenvolvimento financeiro que promove crescimento económico ou se é o crescimento económico que promove o desenvolvimento financeiro”.

Tendo presente estas questões o principal objetivo desta dissertação prende-se com a investigação da natureza e dos efeitos do desenvolvimento do sistema financeiro - o mercado de capitais e o mercado bancário -, no crescimento económico. Existem ainda um conjunto de objetivos secundários que passam por testar o impacto que outros fatores macroeconómicos têm sobre o crescimento, tais como a abertura ao comércio internacional, a inflação, o investimento direto estrangeiro, a oferta de moeda e a Poupança Nacional. O trabalho empírico que envolve seis países da América Latina entre 1985 e 2016 foi realizado com base em dados em painel, pelo que os modelos de regressão foram estimados pelo *Pooled OLS*, modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios.

Os resultados das estimações sugerem que o desenvolvimento do mercado bancário influencia positivamente o crescimento económico, enquanto que o desenvolvimento do mercado de capitais não se mostrou significativo na regressão. Estes resultados confirmam a noção que o sistema financeiro da América Latina é ainda muito *Bank-Based*.

Palavras-chave: América Latina; crescimento económico; dados em painel; mercado bancário; mercado de capitais.

## Abstract

The relationship between financial development and economic growth has been a topic of great interest and debate among economists and scholars over the years. The debate has revolved mainly around two major questions. Firstly, whether "there is any relationship between financial sector development and economic growth" and secondly, "what is the nature and direction of this relationship, that is, whether it is financial development that promotes economic growth or it is economic growth that promotes financial development".

The main objective of this dissertation is to investigate the nature and effects of the development of the financial system - the capital market and the banking market - on economic growth. There is also a set of secondary goals that consist in testing the impact that other macroeconomic factors have on growth, such as openness to international trade, inflation, foreign direct investment, money supply and national savings. The empirical which involves six Latin American countries between 1985 and 2016, has been carried out using panel data, whereby the regression models were estimated by the Pooled OLS, fixed effects model and the random effects model.

The results of the estimates suggest that the development of the banking market positively influences economic growth, whereas the development of the capital market does not prove significant in this regression. These results confirm the notion that Latin America's financial system is still very Bank Based.

Keywords: Latin America; economic growth; panel data; banking market; capital market.

# Índice

Agradecimentos .....	iii
Resumo .....	v
Abstract .....	vi
Índice de Figuras .....	ix
Índice de Tabelas .....	x
Lista de Abreviatura e Siglas .....	xi
1. Introdução .....	1
2. Revisão de Literatura .....	3
2.1. Desenvolvimento Financeiro e Crescimento económico .....	3
2.2. Determinantes do crescimento económico .....	4
2.2.1 Mercado Bancário .....	4
2.2.2 Mercado de Capitais .....	6
2.2.3. Abertura ao comércio Internacional .....	8
2.2.4 Inflação .....	9
2.2.5. Investimento Direto Estrangeiro .....	10
2.2.6. Oferta de Moeda .....	12
2.2.7. Poupança Nacional .....	14
3. A Região da América Latina .....	16
3.1. As crises financeiras recentes da América Latina .....	16
3.2. Caracterização do Sistema Financeiro da América Latina .....	18
3.3. Análise dos indicadores do crescimento económico .....	19
4. Estudo Empírico .....	31
4.1. Dados .....	31
4.2. Definição das Variáveis .....	33
4.3. Modelo econométrico .....	36

5. Análise e Discussão dos Resultados .....	38
6. Conclusão .....	43
Referências Bibliográficas .....	45

## Índice de Figuras

Figura 1: Taxa de crescimento do PIB em %.....	19
Figura 2: Crédito Interno fornecido pelo setor financeiro em % do PIB .....	21
Figura 3: Ações Negociadas em % do PIB.....	22
Figura 4: Abertura ao Comércio Internacional em % do PIB.....	23
Figura 5: Taxa de Inflação .....	24
Figura 6: Investimento Direto Estrangeiro em % do PIB.....	26
Figura 7: Oferta de moeda em % do PIB.....	27
Figura 8: Poupança Nacional em % do PIB .....	28

## Índice de Tabelas

Tabela 1: Variáveis dependentes e explicativas com respectivas descrições, autores e sinais esperados. ....	30
Tabela 2: Fontes por variável .....	32
Tabela 3: Estatísticas Descritivas .....	34
Tabela 4: Matriz de Correlações.....	35
Tabela 6: Resultados do modelo de regressão.....	42

## Lista de Abreviatura e Siglas

ARDL	Autoregressive Distributed Lag Model - Modelo Autoregressivo com Defasagens Distribuídas
IDE	Investimento Direto Estrangeiro <sup>8</sup>
LAC6	Latin American Countries 6 – Países latino-americanos 6
PIB	Produto Interno Bruto
Pooled OLS	Pooled Ordinary least Square - Método dos Quadrados Ordinários Agrupado
VAR	Vector Auto Regressive - Modelo de Vetores Autoregressivos
VECM	Vector Error Correction Model – Modelo de Vetores de Correlação de Erros
VIF	Variance Inflation Factor - Fator de Inflação da Variância

# 1. Introdução

Vários autores têm destacado a importância do sistema financeiro para o crescimento económico. Schumpeter (1911) foi um dos primeiros autores a apontar a importância do sistema financeiro para o crescimento económico, através da mobilização de crédito para os investimentos das empresas inovadoras. Também King e Levine (1993) argumentam e apresentam evidência empírica em prol da relevância do sistema financeiro para o processo de crescimento. Beck e Levine (2004) explicam que o desenvolvimento financeiro (mercado de capitais e mercado bancário) tem um efeito positivo no crescimento económico uma vez que permite uma mais eficiente canalização dos fundos financeiros e conseqüente maior acumulação de capital físico e maior crescimento da produtividade, as duas fontes de crescimento económico.

Contudo, pouco se investigou ainda sobre a identificação dos efeitos diretos de cada um destes mercados financeiros - bolsa e banca - sobre o crescimento económico. O presente trabalho pretende contribuir para a literatura ao avançar com uma investigação cujo principal objetivo é perceber qual dos mercados financeiros, de capitais ou bancário, tem um maior efeito sobre o crescimento de economias em desenvolvimento, sendo depois analisados esses efeitos.

Este estudo revela-se pertinente por duas principais razões: em primeiro lugar, porque se trata de um tema contemporâneo face às recentes e recorrentes crises por que tem passado o sistema financeiro de muitos países; em segundo lugar, porque a globalização tem gerado controvérsia a respeito do impacto efetivo do desenvolvimento financeiro sobre os sectores produtivos, sobretudo em países em desenvolvimento (Matos, 2002). Desta forma, torna-se necessário um esforço de investigação no sentido de ampliar a compreensão sobre o papel do sistema financeiro nas economias em geral, e da América Latina em particular.

Adicionalmente, os bancos podem ser especialmente importantes nos países em desenvolvimento onde os mercados de capitais são menores e menos ativos. À medida que os países se desenvolvem, os seus mercados de capitais podem começar a desempenhar um papel mais significativo. Assim, como já foi adiantado, o principal objetivo deste trabalho consiste em averiguar se o mercado bancário e o mercado de capitais têm acompanhado ou não o ritmo de crescimento económico em seis países da América Latina, a Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Perú, daqui em diante designados por “Latin American Countries 6” (LAC6), medindo o efeito de um

conjunto de variáveis económicas tais como, o crédito interno e das ações negociadas, entre outros. O período em análise encontra-se compreendido entre 1985 e 2016.

O presente trabalho está dividido em cinco capítulos principais. Primeiramente, é apresentada uma introdução à temática. No segundo capítulo procede-se ao enquadramento da revisão da literatura referente ao objeto de estudo, procurando salientar os trabalhos mais relevantes existentes na literatura económica, assim como os seus resultados. O terceiro capítulo faculta uma visão geral de algumas das características da região da América Latina e ainda uma análise aos indicadores do crescimento económico para a respetiva região. Por sua vez, no quarto capítulo é abordado todo o processo empírico, sendo apresentada toda a metodologia adotada no presente trabalho através da descrição do modelo econométrico a estimar e das principais variáveis a incluir no modelo. No quinto capítulo serão apresentados os resultados obtidos. Por fim, no sexto e último capítulo serão apresentadas as principais conclusões do estudo.

## 2. Revisão de Literatura

Nesta secção serão explorados os conceitos e questões “chave” relacionados com a questão que se pretende abordar, enquadrando cada um desses conceitos com a literatura existente.

### 2.1. Desenvolvimento Financeiro e Crescimento económico

O Relatório de Desenvolvimento Financeiro de 2012, publicado pelo Fórum Económico Mundial, define o desenvolvimento financeiro como “os fatores, políticas e instituições que proporcionam a intermediação financeira eficaz de mercados, bem como o acesso amplo e profundo a capitais e serviços financeiros”.

O crescimento económico implica o aumento do valor de todos os serviços e dos bens finais produzidos num determinado espaço durante um período específico. A este valor dá-se o nome de Produto Interno Bruto (PIB).

A literatura sobre a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento económico existe há mais de um século e continua a ser desenvolvida, sendo atualmente alvo de redobrada atenção devido ao crescente impacto que o funcionamento do sistema financeiro tem na economia. A relação de mútua causalidade entre desenvolvimento financeiro e crescimento económico pode ser estudada e dividida em quatro correntes distintas.

A primeira corrente denominada por *“supply leading hypothesis”* defende que o crescimento económico é provocado pelo desenvolvimento do sistema financeiro. Esta hipótese sugere que a criação e o desenvolvimento intencionais de instituições e mercados financeiros aumentam a oferta de serviços financeiros o que, conseqüentemente leva ao crescimento económico. Nesta ótica, economias que possuem bancos eficientes e de grande dimensão, bem como um mercado bolsista bem organizado tendem a registar taxas de crescimento económico superiores (Deb e Mukherjee, 2008).

A segunda corrente existente na literatura é designada de *“demand following hypothesis”*, e ao contrário da primeira, afirma que é o crescimento da economia que promove o desenvolvimento de sistema financeiro. Segundo Abdalla e Dafaalla (2011) o aumento do rendimento dos particulares, provocado pelo crescimento económico, leva a um aumento da procura por bens e

serviços financeiros. Deste modo, o sistema financeiro adapta-se às novas necessidades do setor real.

A terceira corrente, denominada *“feedback hypothesis”*, enfatiza a relação recíproca entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico. A principal premissa desta hipótese é que o crescimento económico torna o sistema financeiro mais rentável e, igualmente, o estabelecimento de um sistema financeiro eficiente permite um crescimento económico mais rápido (Abdalla e Dafaalla, 2011).

A quarta e última corrente é conhecida como *“neutrality hypothesis”*. De acordo com esta hipótese não se verifica qualquer relação de causalidade entre o desenvolvimento do sistema financeiro e o crescimento económico. Neste caso, o crescimento económico resulta dos fatores reais da economia e o desenvolvimento financeiro resulta do desenvolvimento das próprias instituições financeiras, pelo que, de acordo com Brasoveanu *et al.* (2008), não se verifica qualquer relação entre ambos.

## **2.2. Determinantes do crescimento económico**

A literatura enumera um conjunto de variáveis suscetíveis de influenciar e até determinar o comportamento do crescimento económico. Serve esta secção para apresentar então os contributos mais relevantes ao nível desta temática.

### **2.2.1 Mercado Bancário**

Os bancos, desempenham um papel crucial em tudo o que diga respeito à utilização da moeda pela economia, pelo que asseguram o funcionamento dos sistemas de pagamentos, permitindo assim que os mercados locais desenvolvam a sua atividade e que os particulares e as empresas se desloquem e atuem em locais distantes. De acordo com a Associação Portuguesa de Bancos, a inexistência de um sistema bancário bem estruturado impede a circulação da moeda, sendo também mais difícil a criação de mercados de bens e serviços, bem como a circulação de pessoas e bens.

O impacto do desenvolvimento do mercado bancário no crescimento económico foi estudado por vários autores, cujos principais resultados se apresentam de seguida.

Vaithilingam *et al.* (2003) usaram dados trimestrais compreendidos entre 1968 e 1998 de forma a examinarem o papel dos empréstimos dos bancos comerciais no crescimento económico na Malásia. A partir dos resultados obtidos, concluíram que existe uma relação de causalidade de Granger unidirecional entre o desenvolvimento do sistema bancário e o crescimento económico, suportando a *“supply leading hypothesis”*. Abu-Bader e Abu-Qarn (2008) também encontraram evidências empíricas que suportam esta corrente, usando um modelo de vetores autoregressivos (VAR) com seis países da região do Médio Oriente e do Norte de África<sup>1</sup>.

Levine e Zervos (1998), utilizaram indicadores bancários, tais como o crédito interno, para verificar se estes estariam correlacionados com as taxas atuais e futuras de crescimento económico em 47 países de 1976 a 1993. Os resultados obtidos pelos autores vão também de encontro à corrente *“supply leading hypothesis”*, uma vez que encontram evidências de que um aumento no desenvolvimento bancário de 0,5 aumentaria o crescimento económico em 0,7 pontos percentuais por ano.

Por sua vez, Liang e Teng (2006) num artigo que investiga a relação de causalidade existente entre o desenvolvimento do setor bancário e o crescimento económico na China, entre 1952 e 2001, descobriram evidências que suportam a corrente *“demand-following hypothesis”*, ou seja, que é o crescimento da economia, que promove o desenvolvimento de sistema bancário.

A relação de longo prazo entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico, foi também analisada por Luintel e Khan (1999), para 10 países, entre 1951 e 1995. Os autores descobriram que para além da existência de uma relação de causalidade unidirecional do desenvolvimento do sistema bancário para o crescimento económico, também encontraram evidências da existência de uma relação de causalidade unidirecional no sentido contrário, do crescimento económico para o desenvolvimento do sistema bancário, dando assim suporte à *“feedback hypothesis”*.

O conjunto de todos estes resultados podem sugerir que num primeiro momento o desenvolvimento do sistema bancário leva a um aumento do crescimento económico, contudo num segundo momento serão os bancos a experienciar um maior progresso e desenvolvimento

---

<sup>1</sup> Os países que fazem parte da amostra são a Argélia, Egipto, Marrocos, Síria, Tunísia e Israel e a análise foi realizada para o período compreendido entre 1960 e 2004.

fruto do próprio crescimento económico, verificando-se assim, um círculo de progresso da economia.

Hasan *et al.* (2009), ao contrário dos contributos anteriormente apresentados que sugerem uma correlação positiva entre o mercado bancário e o crescimento económico, não conseguiu encontrar evidências de um impacto positivo do desenvolvimento do sistema bancário no crescimento económico. Pelo contrário, no seu estudo efetuado à China, para os anos compreendidos entre 1986 e 2002, encontrou um efeito negativo do desenvolvimento dos bancos na atividade económica.

A existência de resultados divergentes nesta literatura sobre a relação de causalidade, bem como a natureza e direção dessa relação, pode ser justificada com a análise de Rioja e Valev (2004), que concluíram que esta relação de causalidade depende essencialmente do estágio de desenvolvimento financeiro de cada país. Recorrendo, então, a dados relativos a 74 países com diferentes níveis de desenvolvimento do sistema financeiro, entre 1961 e 1995, encontraram evidências empíricas de que nas economias com nível de desenvolvimento financeiro reduzido, os acréscimos no desenvolvimento deste sistema têm um efeito incerto no crescimento económico. Já nos países onde o nível de desenvolvimento é considerado intermédio, o efeito do desenvolvimento do sistema bancário apresenta um efeito positivo e de elevada magnitude para o crescimento dos países. Para os países com um nível de desenvolvimento financeiro avançado, revelam que, embora se verifique um impacto positivo do desenvolvimento dos bancos no crescimento da economia, este impacto apresenta uma magnitude não tão elevada.

### **2.2.2 Mercado de Capitais**

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem como objetivo proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar o seu processo de capitalização. Neste sentido, o mercado de capitais apresenta-se como um mecanismo vital para o crescimento, desenvolvimento e reforço das economias de mercado, capaz de tornar possível as iniciativas das empresas, bem como financiar a exploração de novas ideias. O impacto do desenvolvimento do mercado bolsista também tem sido muito estudado ao longo do tempo. Neste estudo pretende-se especificamente analisar os seus efeitos sobre o crescimento económico dos países, pelo que serão neste ponto analisados os contributos e os resultados empíricos que se entendem mais pertinentes sobre esta temática.

Levine e Zervos (1998) testaram empiricamente a relação entre as medidas de liquidez do mercado de ações e as taxas atuais e futuras de crescimento económico, usando dados de 47 países entre 1976 a 1993. Os autores descobriram que a liquidez do mercado de ações, medida tanto pelo valor da negociação de ações em relação ao tamanho do mercado como pelo valor negociado em relação ao tamanho da economia, é positiva e significativamente correlacionada com as taxas atuais e futuras de crescimento económico. Por sua vez, Enisan e Olufisayo (2009) utilizaram dados anuais entre 1980 e 2004 para examinar a natureza desta relação para sete países da África Subsariana e concluíram que o mercado bolsista pode ajudar a promover o crescimento económico no continente africano. Para o Egito e África do Sul encontraram evidências de uma relação de causalidade unidirecional a favor da *“supply leading hypothesis”*. Enquanto para a Costa do Marfim, Quênia, Marrocos e Zimbábue encontraram evidências de uma relação de causalidade bidirecional (*“feedback hypothesis”*). Para a Nigéria, os resultados do teste indicaram uma relação de causalidade muito fraca. Também Mun *et al.* (2008) encontraram evidências empíricas da existência de uma relação de causalidade de Granger unidirecional no sentido do desenvolvimento do mercado bolsista para o crescimento económico na Malásia, suportando também a *“supply leading hypothesis”*.

Ao contrário dos autores já apresentados, Vazakidis e Adamopoulo (2009), recorrendo a dados relativos ao mercado bolsista e ao crescimento económico francês, para o horizonte temporal compreendido entre 1965 e 2007, encontraram evidências da existência de uma relação de causalidade unidirecional que suporta a ideia de que é o crescimento económico que gera o desenvolvimento do mercado bolsista, isto é, em favor da *“demand following hypothesis”*.

Brasoveanu *et al.* (2008) examinaram a relação entre o desenvolvimento do mercado de capitais e o crescimento económico na Roménia utilizando uma função de regressão e modelos VAR durante o horizonte temporal, em trimestres, compreendido entre 2000 e 2006. Os resultados apontam para a existência de uma relação de causalidade bidirecional entre as duas variáveis, defendendo por isso a *“feedback hypothesis”*.

Por fim, Ake e Ognaligui (2010) encontraram evidências que suportam a corrente *“neutrality hypothesis”*. Estes autores usaram dados trimestrais da bolsa de Douala e do crescimento económico camaronês, para o período compreendido entre 2006 e 2010 e concluíram que a inexistência de causalidade pode ser explicada pela reduzida liquidez e pelo reduzido nível de atividade neste mercado, sendo deste modo insuficientes para estimular o crescimento económico

neste país. Ilyukhin (2015), deu também o seu contributo neste sentido, encontrando evidências que sustentam a corrente “*neutrality hypothesis*” no Cazaquistão, para o horizonte temporal de 1997 e 2012. Segundo o autor, o desenvolvimento do mercado bolsista não apresenta assim qualquer efeito sobre o crescimento económico neste país.

### 2.2.3. Abertura ao comércio Internacional

A relação entre abertura ao comércio internacional e crescimento económico tem sido objeto de um grande número de estudos empíricos e a grande maioria conclui que o aumento das exportações influencia positivamente o crescimento económico.

No caso das ações comerciais, ou seja, a proporção de exportações mais as importações sobre o PIB, a literatura parece concordar sobre a existência de uma relação positiva entre abertura do comércio e crescimento económico. Edwards (1992) examinou dados transversais de 30 países em desenvolvimento de 1970 a 1982 e encontrou evidências de uma forte correlação positiva entre as duas variáveis. Nas seis regressões por ele efetuadas o coeficiente dos indicadores de abertura ao comércio internacional são positivos e significativos, o que fornece apoio à hipótese de que países com regime de livre comércio têm tendência a crescer mais rapidamente.

Harrison (1996) utilizou uma ampla gama de medidas de abertura para perceber se refletem algum impacto sobre o crescimento económico, em 51 países desenvolvidos de 1960 a 1987. Os resultados sugerem que a escolha do período para a análise é importante. Quando os dados *cross-section* são utilizados, apenas uma das 7 medidas de abertura afeta positivamente o crescimento; quando os dados são médias de cinco anos, três das 7 medidas de abertura revelam uma associação positiva com o crescimento; enquanto que quando se usa dados anuais, seis das 7 medidas são estatisticamente significativas. Globalmente, os resultados sugerem que uma maior abertura ao comércio internacional está associada a um maior crescimento económico.

Edwards (1998), utilizou um conjunto de nove indicadores alternativos de abertura internacional para analisar a robustez da relação entre abertura e crescimento do PIB durante 1980-1990 para 93 países. Os resultados empíricos sugerem que em 13 regressões efetuadas o coeficiente estimado do indicador de abertura revela-se significativo e apresenta um sinal positivo. Segundo o autor, o facto desta relação ser encontrada para nove medidas de abertura muito diferentes,

coabrindo amostras diferentes e aplicando técnicas de estimação alternativas, significa que países com maior grau de abertura ao comércio crescem mais rapidamente.

Dao (2014) utiliza o *Pooled OLS* e dados em painel para analisar a relação entre a abertura do comércio e o crescimento económico para um conjunto de 71 países desenvolvidos e em desenvolvimento, de 1980 a 2010. Os resultados empíricos mostraram que a liberalização do comércio tem um impacto positivo e significativo no crescimento económico. De facto, os resultados do autor mostraram que um aumento de um ponto percentual nas ações comerciais resulta num aumento de 0.004 pontos percentuais na taxa de crescimento.

#### **2.2.4 Inflação**

Antes de mais, importa referir que a América Latina é conhecida por exibir altas taxas de inflação e até momentos de hiperinflação, em particular, no período imediatamente posterior à sua transição política para a democracia nos anos 80 e na primeira metade dos anos 90. De salientar ainda a década de 1990 na qual esta região registou taxas erráticas de crescimento económico. Serve este ponto para apresentar os principais estudos empíricos sobre a possível relação entre crescimento económico e inflação, em especial na América Latina.

Bittencourt (2012), através do seu estudo que tem por base uma análise de séries temporais, investigou o papel das taxas de inflação na determinação do crescimento económico na região da América Latina, mais especificamente, na Argentina, Bolívia, Brasil e Perú de 1970 a 2007. Este período retrata episódios de grande dinâmica da inflação, isto é, momentos em que foi baixa, dentro do habitual, mas também momentos de inflação alta, chegando mesmo a momentos de hiperinflação. Os resultados empíricos de Bittencourt sugerem que, durante o período em estudo, foi possível detetar um efeito da inflação claramente negativo sobre o crescimento. De Gregorio (1993), num estudo que usa um painel de doze países latino-americanos obteve os mesmos resultados durante o período de 1950-1985.

Por sua vez, Bullard e Keating (1995) utilizaram o modelo VAR para investigar a relação entre estas duas variáveis numa grande amostra de economias no período pós segunda guerra mundial. Estes autores encontraram evidências de uma relação de longo prazo negativa estatisticamente significativa entre estas variáveis no país de alta inflação da sua amostra, nomeadamente a Argentina. Inflação significa que se verificou um aumento generalizado dos preços de bens e

serviços. Isto implica uma redução do poder de compra das famílias, o que penaliza o seu consumo. Como é natural, em países com inflações elevadas, um forte decréscimo do consumo, pode ter um impacto significativo no crescimento económico.

Barro (1995) utilizou dados de cerca de 100 países cobrindo o período entre 1960 e 1990, para avaliar os efeitos da inflação no desempenho económico, tendo concluído que, se algumas características específicas dos países forem mantidas constantes, um aumento na inflação média de 10 pontos percentuais por ano resulta numa redução da taxa de crescimento do PIB real per capita em 0,2 a 0,3 pontos percentuais por ano.

Sarel (1996), examinou a possibilidade de existirem efeitos não lineares da inflação sobre o crescimento económico. O autor encontrou evidências de que taxas de inflação abaixo de 8%, não tem nenhum efeito sobre o crescimento. Porém, quando superiores a 8%, as taxas de inflação influenciam negativamente as taxas de crescimento económico. Uma interpretação possível dos resultados empíricos deste artigo é que, quando as taxas de inflação dobram (por exemplo, um aumento da inflação de 20% para 40%), a taxa de crescimento diminui em 1,7 pontos percentuais.

Deste modo, a literatura sugere que inflações elevadas são prejudiciais ao crescimento económico, principalmente quando se considera grandes amostras de dados em painel. O caso da América Latina, que padece de desigualdades de rendimento, elevadas taxas de inflação e crescimento errático certamente é um exemplo claro referido na literatura onde a taxa de inflação penaliza o crescimento económico.

### **2.2.5. Investimento Direto Estrangeiro**

Borensztein *et al.* (1998) testaram o efeito do investimento direto estrangeiro (IDE) sobre o crescimento económico utilizando dados de 69 países em desenvolvimento no período 1970-1989. Os resultados empíricos sugerem um forte efeito complementar entre o IDE e o capital humano, ou seja, a contribuição do IDE para o crescimento económico é reforçada pela sua interação com o nível de capital humano do país. Por outras palavras, quanto maior o capital humano, maior o impacto positivo do IDE e conseqüentemente maior o crescimento.

Choe (2003) estudou as relações causais entre crescimento económico e IDE em 80 países durante o período 1971-1995, usando o modelo VAR. Os resultados mostram que a causalidade entre crescimento económico e IDE ocorre estatisticamente em qualquer direção causal, no

entanto, os efeitos são mais evidentes no sentido do crescimento para o IDE do que na direção do IDE para o crescimento.

Chowdhury e Mavrotas (2006) usaram uma metodologia econométrica inovadora para estudar a direção da causalidade entre as duas variáveis. Aplicaram essa metodologia, a dados de séries temporais cobrindo o período 1969-2000 para três países em desenvolvimento, o Chile, a Malásia e a Tailândia. As suas descobertas empíricas sugerem que no Chile é o PIB que causa IDE e não o contrário, enquanto que, na Malásia e na Tailândia, sugerem uma forte evidência de uma causalidade bidirecional entre as duas variáveis.

Num estudo de dados em painel para uma amostra de 18 países latino-americanos<sup>2</sup> para o período 1970-1999, Bengoa e Sanchez-Robles (2003), encontraram uma relação positiva entre investimento estrangeiro e o crescimento económico. Os autores afirmam que a estimulação e o financiamento de políticas de crescimento estimulam o IDE. Isto implica que para um efeito positivo do IDE ser alcançado, o país deve ter estabilidade política e económica juntamente com mercados de capitais liberalizados.

Umoh *et al.* (2012) utilizaram sistemas de equações simples e simultâneas para examinar se existe algum tipo de relação entre o IDE e o crescimento económico na Nigéria entre 1970 e 2008. Os autores concluíram que existe uma relação bidirecional entre IDE e crescimento económico na Nigéria. Neste sentido, à medida que o IDE incentiva o crescimento económico, simultaneamente esse crescimento estimula mais IDE, estabelecendo-se, assim uma inter-relação positiva entre as estas duas variáveis.

Por sua vez, Manucehr e Ericsson (2001) examinaram o efeito do investimento direto estrangeiro sobre o crescimento económico em 4 economias<sup>3</sup>: Dinamarca, Finlândia, Noruega e Suécia. Através da aplicação do modelo VAR para o período de 1970 a 1997, os resultados mostram que por um lado, a ligação causal entre o crescimento económico e IDE é bidirecional para a Suécia e unidirecional para a Noruega, no sentido do IDE para o crescimento económico. Por outro lado, estes autores não encontraram quaisquer evidência de causalidade entre estas variáveis para a Finlândia e a Dinamarca. Estas diferenças nas relações causais entre o IDE e o crescimento

---

<sup>2</sup> Os países da amostra são: a Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, Uruguai e Venezuela.

<sup>3</sup> Os países escolhidos são pequenas economias abertas com o investimento direto estrangeiro a desempenhar um papel central.

económico podem ser justificadas pelo facto de que as dinâmicas e natureza do IDE serem diferentes nos países da amostra. Enquanto as empresas multinacionais na Dinamarca e na Finlândia estão mais envolvidas nos serviços de distribuição, na Suécia e na Noruega, o IDE está mais presente na manufatura.

#### **2.2.6. Oferta de Moeda**

A relação entre a oferta de moeda e produção agregada tem recebido crescente atenção nos últimos tempos pelo importante papel que desempenha no crescimento económico, tanto nos países desenvolvidos como nos países em desenvolvimento (Hussain e Haque, 2017). Contudo, os economistas divergem sobre o efeito da oferta monetária no crescimento económico. Enquanto alguns concordam que a variação na quantidade de dinheiro é o determinante mais importante do crescimento económico, outros são céticos sobre o papel do dinheiro nesta variável.

Hussain e Haque (2017), analisam empiricamente a relação entre oferta de moeda e taxa de crescimento do PIB per capita no período pós liberal (após 1971) no Bangladesh, usando o Modelo de Vetores de Correção de Erros (VECM). Os autores descobriram que a oferta de moeda está associada à taxa de crescimento no curto prazo, mas também encontraram evidências de que a oferta de moeda tem um impacto positivo significativo sobre o crescimento no longo prazo. Segundo os autores, o crescimento constante da oferta de moeda permite que a taxa de crescimento do PIB per capita avance de forma constante. O governo e os formuladores de políticas podem usar estas informações para orientar a política monetária no Bangladesh a atingir metas macroeconómicas, por exemplo, o fortalecimento do crescimento económico, resolução de problemas de desemprego e inflação.

Chaitipa *et al.* (2015) investigaram a relação entre oferta monetária e crescimento económico para um conjunto de países, nomeadamente, a Tailândia, Indonésia, Singapura, Malásia, Filipinas, Vietname, Laos e Camboja, durante o período de 1995 a 2013 usando o estimador *Pooled Mean Group* no modelo autoregressivo com defasagens distribuídas (ARDL) do painel. Os resultados deste estudo revelam uma relação positiva de longo prazo entre a oferta de moeda e o crescimento económico, sendo que a variável oferta de moeda apresenta um coeficiente de aproximadamente 0,50. Para a Indonésia, Filipinas e Laos a oferta de moeda apresentou uma relação negativa com o crescimento do PIB, enquanto que para o Vietname, a oferta monetária apresentou uma relação positiva sobre o crescimento do PIB.

Outra pesquisa, focada na relação entre oferta de moeda e crescimento económico, foi a de Babatunde e Shuaibu (2011) efetuada para o período de 1975 a 2008. Estes autores utilizaram o modelo ARDL e encontraram uma relação positiva e significativa entre a oferta de moeda e o crescimento, mais concretamente, os resultados da regressão foram de que um aumento de 1% da oferta monetária aumenta o crescimento em 0,144%.

Aslam (2016) também investigou o impacto da oferta monetária na economia, mas desta vez no Sri Lanka para o período compreendido entre 1959 e 2013. Para examinar este impacto o autor utilizou um método econométrico multivariado e concluiu que a oferta de moeda teve um impacto positivo no crescimento económico com um nível de significância de 1%. Os resultados empíricos mostram que se a oferta monetária aumentar em um milhão de rúpias, o PIB será aumentado em 2,44 milhões de rúpias.

O conjunto dos contributos em cima mencionados revelam uma relação positiva entre oferta monetária e crescimento económico. Contudo, é possível também encontrar estudos em que os impactos encontrados são neutros ou negativos.

Assim, Gatawa *et al.* (2017), examinaram o impacto da oferta de moeda, da inflação e das taxas de juro sobre o crescimento económico na Nigéria usando dados de séries temporais de 1973-2013. Estes autores utilizaram o modelo VAR e o teste de Causalidade de Granger dentro da estrutura do modelo VECM. Os resultados relativos à estimação pelo modelo VAR fornecem uma evidência de impacto positivo da oferta monetária no longo prazo. No entanto, no curto prazo os resultados revelam que esta variável afeta negativamente o crescimento económico. Pelo contrário, para o teste de causalidade nenhuma das variáveis explicativas causa crescimento económico, implicando que a oferta de moeda, a inflação e as taxas de juro não influenciam o crescimento.

Por último, Ehigiamusoe (2013) baseou a sua pesquisa na ligação entre os mercados monetários e o crescimento económico da Nigéria no período de 1980 a 2012. Foram utilizados várias técnicas de econometria, como o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários, Teste de Cointegração de Johanson e VECM, para examinar tanto a relação de longo prazo como a de curto prazo entre estas duas variáveis. Os resultados empíricos do estudo sugerem que, embora exista uma relação de longo prazo entre o mercado monetário e o crescimento económico, no curto prazo o estado do mercado monetário nigeriano está significativamente e negativamente

relacionado com o crescimento económico. Desta forma, a ligação entre o mercado monetário e o setor real da economia continua muito fraca. Isto implica que o mercado ainda não está suficientemente desenvolvido para produzir o crescimento necessário que impulsionará a economia nigeriana.

### 2.2.7. Poupança Nacional

A literatura indica uma relação positiva entre poupança e crescimento económico. Serve este ponto para apresentar alguns dos contributos que mostram esta relação de causalidade.

Sajid e Sarfaraz (2008) analisaram o efeito da poupança no crescimento económico através de técnicas de cointegração e VECM, usando dados de 1973 a 2003 no Paquistão. Os resultados revelam uma relação bidirecional de longo prazo entre as diferentes medidas de poupança e o crescimento da economia. Encontraram também evidências de uma relação mútua de curto prazo entre o PIB e a poupança interna. Adicionalmente, encontraram evidências de uma relação de curto prazo unidirecional do produto nacional bruto para a poupança nacional e do PIB para a poupança pública.

Mohan (2006), usando o teste de causalidade de Granger, analisou a relação entre crescimento económico e poupança em quatro grupos de países com vários níveis de desenvolvimento económico no período 1960-2001. Os resultados desta pesquisa mostraram-se ambíguos. Em 13 dos países analisados<sup>4</sup>, o crescimento económico foi a causa do aumento da poupança. O oposto, em que o aumento da poupança levou ao aumento do crescimento económico, aconteceu em dois países (Indonésia e Singapura). Em outros dois países não foi observada relação causal entre poupança e crescimento económico, nomeadamente na Índia e no Equador. Em cinco países (Cote d'Ivoire, África do Sul, Brasil, Argentina e Chile), no entanto, o autor confirmou a existência de uma relação bilateral entre crescimento económico e poupança.

Katircioglu e Naraliyeva (2006) analisaram a relação entre poupança e crescimento económico no Cazaquistão no período 1993-2002 usando também testes de causalidade de Granger e métodos de cointegração. Os resultados empíricos mostram uma relação de equilíbrio de longo prazo entre a poupança e o PIB, sendo que um crescimento de 1% na poupança provoca um aumento de

---

<sup>4</sup> Senegal, Nigéria, Argélia, Tailândia, Colômbia, Noruega, Canadá, Japão, Coreia, Reino Unido, Finlândia, Islândia e Suécia.

0,28% no PIB. Adicionalmente, os resultados do teste de causalidade de Granger indicam uma relação de causalidade unidirecional que vai da poupança para o crescimento do PIB.

Saltz (1999), utilizando o VECM analisou a relação entre poupança e crescimento económico em dezassete países de todo o mundo. Os resultados da análise indicaram que em nove dos países analisados o crescimento económico foi a causa do aumento da poupança, nomeadamente na Bolívia, Costa Rica, Guatemala, Honduras, Hong Kong, Coreia, Nicarágua, Panamá e Taiwan. Em dois países a relação oposta foi encontrada (Argentina e Tailândia), enquanto em quatro outros países não foi identificada relação causal entre as duas variáveis (Colômbia, Jamaica, Perú e Filipinas). Finalmente, em dois países (República Dominicana e México), a existência de uma relação causal bilateral entre as variáveis analisadas foi confirmada.

Singh (2010) estudou a relação causal entre poupança e crescimento económico na Índia. Este autor analisou a relação de curto e longo prazo entre essas variáveis usando um modelo VAR para o período de 1950 a 2002. Os resultados indicam que há uma relação bilateral entre poupança e crescimento económico. Os seus resultados também mostraram que um aumento na poupança e acumulação de capital leva a aumento de rendimento e consequentemente a um aumento do crescimento económico. Também através do recurso ao modelo VAR, Masih e Peters (2010) obtiveram conclusões semelhantes no México.

Globalmente, a relação positiva entre poupança nacional e crescimento económico é confirmada pela literatura aqui sucintamente revista.

### 3. A Região da América Latina

Apesar de existirem diversos estudos sobre o tema em investigação, existem poucos que tem como foco principal a América Latina. A grande maioria dos estudos existentes incluem dezenas de países e este tipo de análise acaba por trazer alguns problemas, pois ao se considerar uma quantidade muito grande de países heterogêneos ignoram-se as suas respetivas especificidades económicas, históricas, sociais e políticas que são muitas vezes essenciais para a análise. Assim, esta dissertação foca-se exclusivamente num grupo de países latino-americanos mais industrializados, que ao apresentarem uma cultura económica relativamente semelhante, permitem uma análise mais coesa e mais interpretativa dos dados.

#### 3.1. As crises financeiras recentes da América Latina

Mishkin (1992) define crise financeira como uma interrupção da dinâmica normal dos mercados financeiros, em que problemas como a seleção adversa se agravam a tal ponto que os mercados são incapazes de financiar melhores oportunidades de investimentos produtivos.

As principais economias da América Latina passaram por diversas crises internacionais respondendo-lhes de maneira semelhante, apesar das diferenças regionais, como por exemplo as crises de dívida soberana (décadas de 1980 e 1990), cambiais (décadas de 1990 e 2000) e bancárias (década de 2000 e 2010).

Durante a década de 1970, o crédito abundante e de fácil acesso estimulou o endividamento dos países latino-americanos e permitiu a realização de grandes investimentos sem que as importações aumentassem o que possibilitou grandes taxas de crescimento económico.

Os problemas surgiram quando o banco central dos Estados Unidos da América foi obrigado a aumentar as suas taxas de juros, devido às crises de petróleo que levaram a um aumento da inflação, provocando a primeira recessão do período pós-segunda guerra mundial. Este processo culminou com a interrupção dos pagamentos da dívida soberana externa por parte do México em 1982 (moratória do México). Tal acontecimento tornou-se contagiante e resultou na incapacidade de outros países em desenvolvimento semelhantes ao México, como o Brasil, Argentina e Chile, em honrar as obrigações de dívida soberana. Por exemplo, a onda de falências bancárias no México em dezembro de 1994 seguiu-se a um período de liberalização financeira e à rápida

expansão do crédito bancário e ausência de regulamentação e supervisão bancárias adequadas (Belaisch *et al.*, 2005).

A crise da dívida constituiu o maior obstáculo ao progresso económico dos países em desenvolvimento nos anos 80. Esta terminou em 1989, quando os Estados Unidos insistiram para que os bancos oferecessem alívio da dívida aos países em desenvolvimento. No ano seguinte, os bancos reduziram a dívida do México, da Venezuela e Uruguai e em 1992 a Argentina e Brasil acordaram com seus credores.

Entre 1994 e 2002 ocorreram diversas crises cambiais nas chamadas economias emergentes: México em 1994-1995, Brasil em 1999 e Argentina em 2001-2002. A crise cambial do México deveu-se à prática, durante anos, de um câmbio fixo sobrevalorizado, o que prejudicou as exportações e fez disparar o valor das importações, gerando um déficit contínuo na balança comercial, que foi financiado com capital externo de curto prazo. Quando os investidores estrangeiros se aperceberam dos riscos a que estavam submetidos, ocorreu uma fuga maciça de capitais e o país acabou por entrar em colapso cambial. Esta crise só não teve contornos mais graves devido ao empréstimo do Fundo Monetário Internacional e do Tesouro dos Estados Unidos da América, com a garantia de parte das receitas futuras vindas das exportações de petróleo.

Por sua vez, a crise cambial do Brasil deveu-se a problemas estruturais do Plano Real<sup>5</sup>, nomeadamente, a implementação de políticas económicas deflacionistas, associadas a um regime cambial semi-fixo – Bandas Cambiais -, sobrevalorizado e à abertura indiscriminada da economia, associada à sobrevalorização do real face ao dólar que tiveram consequências negativas tais como o crescimento do déficit comercial e o enfraquecimento da indústria nacional. A crise asiática de 1997 e a crise russa de 1998 provocaram uma brusca queda no preço das *commodities* exportadas pelo Brasil e reduziram o crédito externo, dificultando a captação de dólares no exterior. Em 1999 o Banco Central do Brasil abandonou o regime de Bandas Cambiais, passando a operar em regime de câmbios flutuantes.

A crise da Argentina, por seu turno, foi o resultado dos acontecimentos já descritos anteriormente. Em 2001, cresceu a desconfiança em relação ao sistema financeiro argentino e uma corrida aos depósitos levou o Governo a bloquear os depósitos do público. No início de 2002, o governo

---

<sup>5</sup> Lançado no início de 1994, durante o governo de Itamar Franco, o plano baseou-se no equilíbrio das contas do governo, com a redução de gastos, aumento de impostos e privatizações.

Argentino resolveu por fim a paridade do peso ao dólar norte-americano tendo como consequência uma depreciação do peso em relação ao dólar.

Nos últimos anos, as fragilidades do sistema bancário contribuíram para uma série de crises que estimularam os esforços de reestruturação e reforma.

Os bancos foram reestruturados e recapitalizados, muitas vezes com um grande custo orçamental, enquanto os sistemas regulatórios foram reformulados. Por um lado, em muitos casos, essas reformas foram bem-sucedidas no fortalecimento dos sistemas bancários e na prevenção de crises bancárias futuras. Por outro lado, noutros países as reformas tiveram menos sucesso, e uma onda de crises atingiu vários sistemas bancários, incluindo o Equador em 1999, a Argentina em 2001, o Uruguai em 2002 e a República Dominicana em 2003. A Bolívia experimentou uma degradação do sistema bancário mais recentemente, nomeadamente em 2003-2004, no contexto de pressões sociais e políticas mais amplas (Belaisch *et al.*, 2005).

### **3.2. Caracterização do Sistema Financeiro da América Latina**

Os sistemas financeiros da América Latina ainda são amplamente *Bank-Based*, com os mercados de títulos, na sua maioria, pequenos e sem liquidez. De facto, na maioria dos países latino-americanos, o recurso do setor privado a títulos e mercados de ações para aumentar o financiamento permanece limitado, em relação ao seu recurso aos bancos, embora, em alguns países, as reformas previdenciárias tenham começado a incentivar o desenvolvimento mais amplo do mercado de capitais.

As reformas para introduzir sistemas de previdência privada forneceram um importante impulso ao desenvolvimento do sistema financeiro na América Latina durante os anos 90. O Chile foi o primeiro a substituir um sistema previdenciário estatal de repartição por um sistema administrado e financiado individualmente em 1981. A sua liderança foi posteriormente seguida na Argentina, Bolívia, Brasil, Colômbia, Equador e México. Como a experiência do Chile demonstrou, tais reformas podem acelerar o desenvolvimento dos mercados de títulos domésticos e corporativos. Esses fundos de pensão podem, no entanto, também ser alvos vulneráveis para governos que procuram financiamento.

Nos países industrializados, o aumento da concorrência desencadeado pela abertura dos sistemas financeiros e pela globalização dos serviços bancários tem impulsionado os *spreads* das atividades

mais tradicionais geradoras de rendimento. Para compensar o impacto de margens de intermediação mais baixas na lucratividade, os bancos diversificaram as suas fontes de receita, como comissões de administração de ativos e taxas de negociação de títulos. Na maior parte da América Latina, essas linhas de negócios permanecem, ainda assim, limitadas (Belaisch *et al.*, 2005).

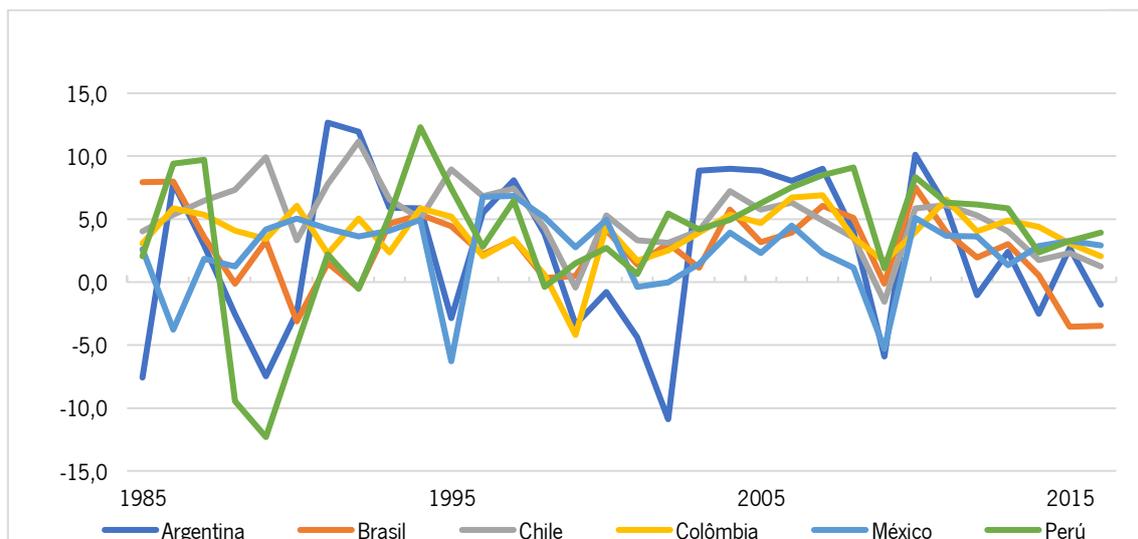
### 3.3. Análise dos indicadores do crescimento económico

Nesta secção pretende-se analisar a evolução de alguns indicadores do crescimento económico nos seis países já referidos. Constatar-se-á grandes diferenças entre os países, sendo este facto um dos principais motivos para a realização deste estudo. Antes de começar a analisar os gráficos de forma pormenorizada é importante salientar que os espaçamentos em branco nos gráficos devem-se à falta de dados referentes às variáveis para os respetivos países.

- Taxa de Crescimento do PIB

Relativamente ao gráfico seguinte, a informação dada refere-se então à taxa de crescimento do PIB real em percentagem ao longo do período em análise 1985-2016 para o LAC6. O gráfico 1 mostra claramente que a trajetória temporal do PIB, de 1995 a 2016, apresentou várias oscilações, das quais se analisa as mais acentuadas.

Figura 1: Taxa de crescimento do PIB em %.



Fonte: Elaboração própria com dados recolhidos no World Bank Group

A Argentina é o país que reflete maiores oscilações da variável taxa de crescimento do PIB. No início da década de 2000 a economia contraiu-se devido sobretudo ao aumento da taxa de desemprego e ao colapso do sistema bancário em 2001. Em meados de 2003 iniciou-se uma rápida recuperação económica, tendo este país vivido um período de forte crescimento (8,8% em 2003, 9% em 2004, 8,8% em 2005, 8% em 2006, 9% em 2007, 4% em 2008, 10% em 2010,). De acrescentar, que em 2003, as políticas de expansão das exportação de bens e serviços provocaram uma recuperação do PIB. Esta tendência tem sido mantida até hoje, criando milhões de empregos e incentivando o consumo interno. Assim, é possível verificar que a Argentina apresentou, no período em análise, o resultado médio de 2,51% de crescimento económico, que foi o valor mais baixo de todos os países. No entanto, foi o país que apresentou a recuperação mais significativa, terminando o período da amostra com um valor negativo de -1,82%, em contrapartida com o valor de -7,58% apresentado no início do período em análise.

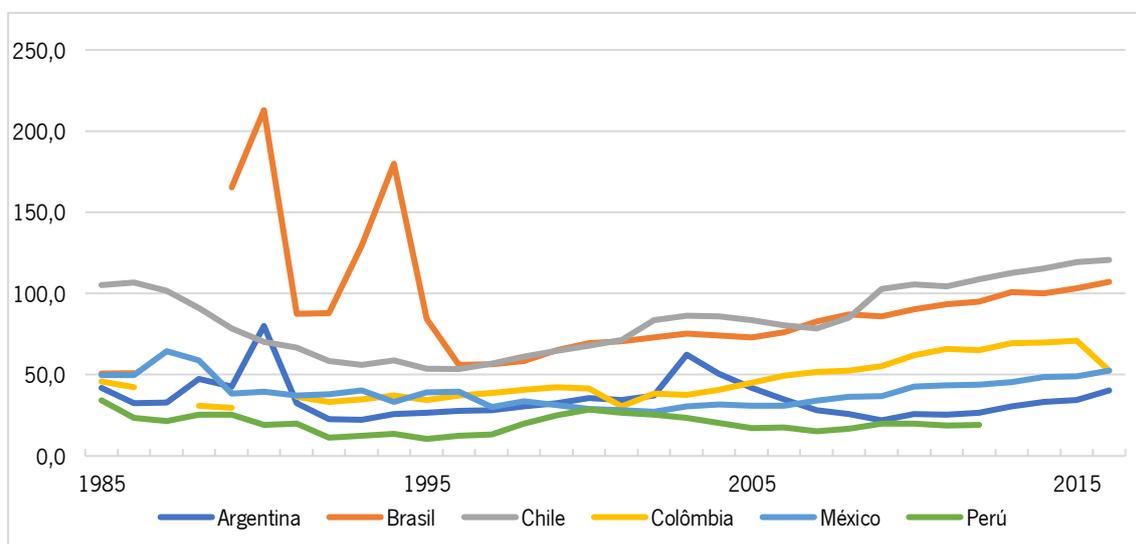
Por sua vez, o Perú iniciou o período com um valor de 2,06% e terminou-o com um valor de 3,95%, apresentando desta forma, um aumento da taxa de crescimento do PIB. Em 1989, a evolução descensional da taxa de crescimento do PIB deveu-se sobretudo ao choque económico Fujishock que se manifestou através da desvalorização das taxas de câmbio, do aumento do desemprego e da inflação e consequentemente numa redução do PIB do país neste período. A partir daí, embora o país continuasse a apresentar oscilações, estas não foram muito significativas e é possível verificar uma melhoria no final do período em comparação com o início.

Os restantes países, nomeadamente, o Brasil, Chile, Colômbia e México não revelam oscilações tão significativas quanto a Argentina e o Perú. Para o período compreendido entre 2000 e 2016 os países apresentam uma evolução relativamente semelhante, devendo ser realçado o ano 2009 onde houve uma diminuição generalizada da taxa de crescimento do PIB. De acordo com Nishimura *et al.* (2016) esta diminuição deveu-se à crise económico-financeira mundial, que agravou a situação orçamental dos países e gerou grandes oscilações das taxas de crescimento do PIB.

- **Crédito Interno fornecido pelo setor financeiro**

O gráfico 2 mostra os dados relativos ao Crédito Interno fornecido pelo setor financeiro. Ao observar o gráfico podemos separar o LAC6 em dois grupos: o primeiro grupo, é constituído pelos países que apresentaram uma média relativamente alta, como o Brasil que apresentou um resultado médio de 91,5 %, seguido do Chile que teve um nível médio de crédito equivalente a 84,3% do PIB e a Colômbia que apresentou um nível médio de 46,1% do PIB. O segundo grupo é constituído pelos países que apresentaram uma média menor durante os 31 anos, nomeadamente o México com 39,6%, a Argentina com 34,9% e o Perú com 19,9 %.

**Figura 2: Crédito Interno fornecido pelo setor financeiro em % do PIB**



Fonte: Elaboração própria com base nos dados recolhidos no World Bank Group

O valor do crédito da Argentina ficou no grupo dos países latino-americanos de baixo desempenho entre 1985 e 2016. Este país iniciou o período com um nível de 41,8% e terminou-o com um nível de 40,4%. A década de 1990 iniciou-se com uma queda de 47,6 pontos percentuais (de 1990 para 1991), que pode ser resultado da liberalização financeira, uma vez que houve uma ampliação dos meios de financiamentos para os agentes domésticos.

Com um comportamento diferente, o Brasil foi o país que apresentou a maior média entre os países ao longo dos anos estudados. A década de 1990 foi iniciada com uma queda acentuada (de 212,9% em 1990 para 87,6% em 1991) sendo que esta queda foi contrariada nos anos seguintes havendo um crescimento substancial até 1994, quando alcançou 180%. Em 1994, devido à implementação de uma nova política económica para controlar a inflação, foram aplicadas medidas de restrição monetária e fiscal, o que resultou numa queda no nível de crédito

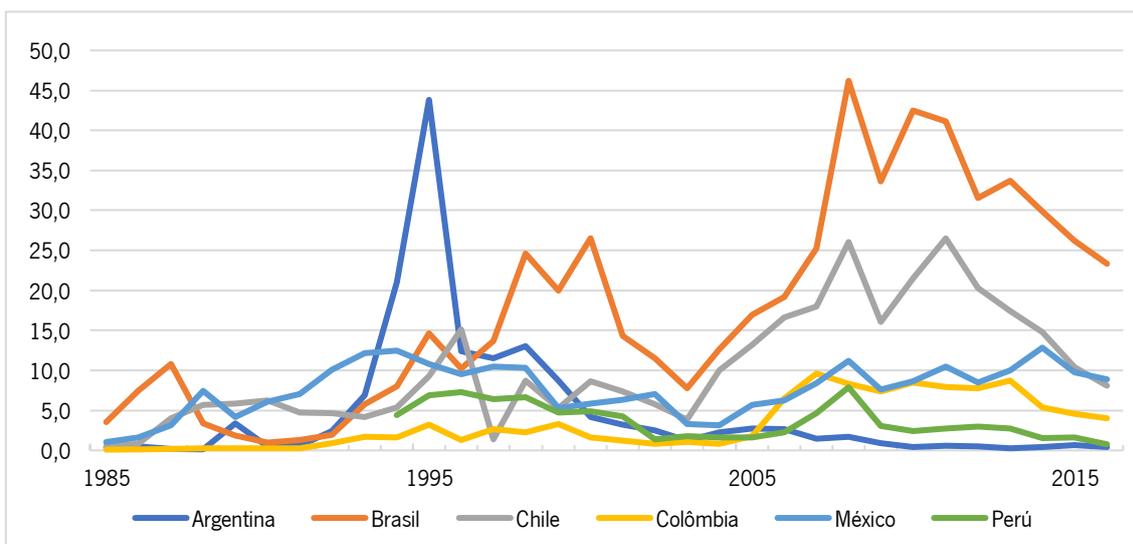
entre 1994 e 1996 (de 180% em 1994 para 56,1 % em 1996). A partir deste ano, o sistema financeiro Brasileiro voltou a crescer, uma vez que os seus valores foram aumentando até ao final do período em análise. Este aumento deve-se provavelmente à subida generalizada dos preços internacionais juntamente com as outras políticas de expansão do crédito para o consumo e o investimento.

Os restantes países apresentaram valores de crédito relativamente estáveis e convergentes ao longo do período em análise.

- **Ações Negociadas**

O gráfico seguinte apresenta os valores das Ações negociadas em % do PIB para o período em análise. Tal como o gráfico 3 mostra, os valores das ações negociadas foram aumentando ao longo do período o que indica que tem havido ao longo do tempo um esforço por parte dos países latino-americanos para incentivar o desenvolvimento mais amplo do mercado de capitais.

**Figura 3: Ações Negociadas em % do PIB**



Fonte: Elaboração própria com dados recolhidos no World Bank Group

A Argentina iniciou o período com um valor de 0,32% e apresentou um aumento substancial até 1995 onde atingiu o seu máximo de 43,83%, provavelmente devido à crise bancária que se fez sentir nesse ano. No entanto, a partir desse ano, as ações foram diminuindo até ao final do período, terminando em 2016 com um valor de 0,45%. Ainda assim, a Argentina apresentou um aumento das ações negociadas e apresentou um resultado médio de 4,73%.

O Brasil foi o país que apresentou o resultado médio mais alto de todos os países (17,82%). O mercado de capitais no Brasil passou por um ciclo de expansão nos anos 90 que resultou do aumento do investimento externo direcionado ao mercado de capitais. No entanto, o início dos anos 2000 foi caracterizado por um declínio das ações negociadas, que pode ser justificado pelas altas taxas de juro que tornam os investimentos de rendimento variável menos atrativos. Apesar destas oscilações, o Brasil terminou o período em análise com um valor de 23,30%.

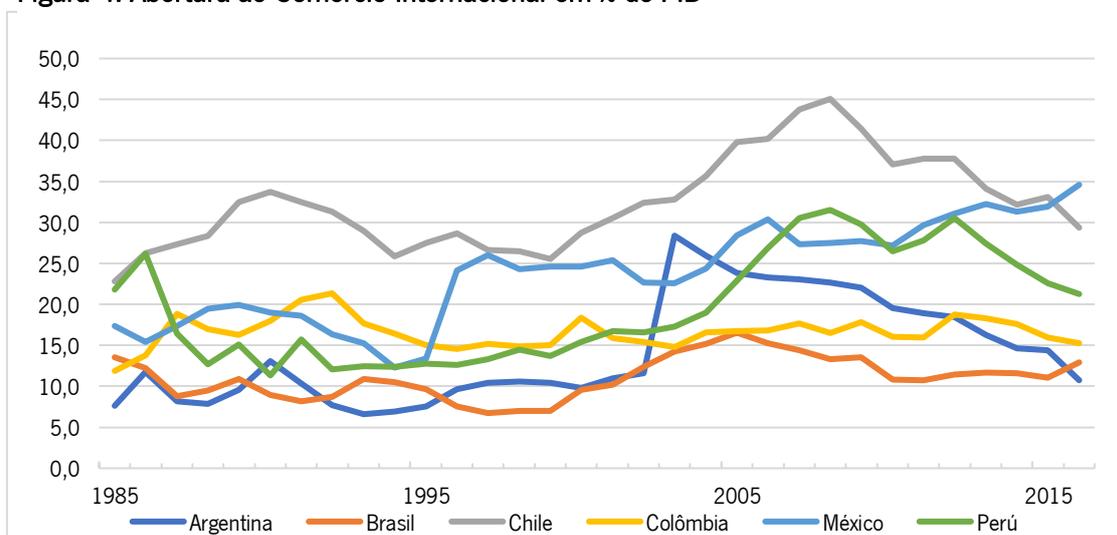
Por sua vez o Chile, foi o segundo país com o resultado médio mais alto (10,2%). Tal como o Brasil, o Chile apresentou um aumento nas ações negociadas, uma vez que iniciou o período com um valor de 0,5% e terminou-o com um valor de 8,06%. Tal como podemos observar pelo gráfico, desde 1985 até ao início dos anos 2000, as ações negociadas não apresentaram grandes oscilações, no entanto, a partir do ano de 2004 estas foram crescendo gradualmente até ao fim do período.

Relativamente aos restantes países, estes apresentaram um comportamento semelhante e sem grandes oscilações. A Colômbia e o México apresentaram um aumento das ações negociadas, ao contrário do Perú, que foi o único país da amostra a apresentar uma diminuição desta variável.

- **Abertura ao Comércio Internacional**

Relativamente ao grau de abertura ao comércio internacional, medido pela soma das exportações com as importações em percentagem do PIB, o gráfico seguinte mostra a evolução ao longo dos anos desta variável.

**Figura 4: Abertura ao Comércio Internacional em % do PIB**



Fonte: Elaboração própria com dados recolhidos no World Bank Group

A trajetória temporal do grau de abertura, de 1985 a 2016, apresenta uma tendência crescente. O aumento desta medida de abertura da economia de determinado país ao exterior, significa que estes países têm estado cada vez mais presentes na economia mundial.

O Brasil foi o país que apresentou o resultado médio mais baixo de todos os países (11,09%). No entanto, não se pode concluir que este país tenha de facto pouca abertura ao comércio internacional, pois na verdade o Brasil foi classificado pelo Índice de Complexidade Económica como a 22º maior economia de exportação do mundo e como a 31º maior importadora do mundo. Neste sentido, a evolução do rácio ser tão baixa deve-se ao facto do PIB bruto ser o mais alto dos LAC6.

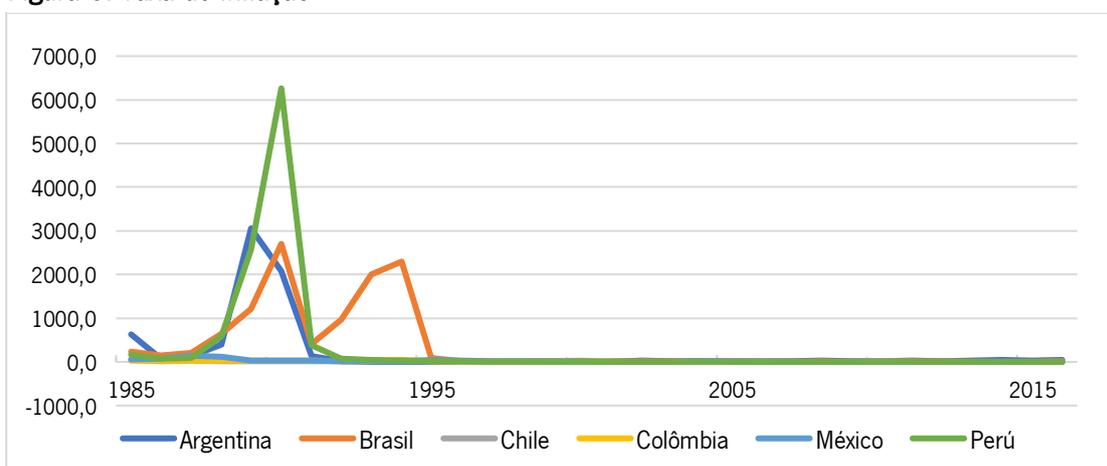
Por sua vez o Chile, é a 42º maior economia de exportação no mundo e a economia mais complexa de acordo com o Índice de Complexidade Económica. Em acréscimo, refere a mesma fonte, o país tornou-se em 2017 na 45º maior importadora do mundo. Neste sentido, foi o país que apresentou o resultado médio mais elevado (32,38%) e também um aumento na abertura do comércio, uma vez que iniciou o período com um valor de 22,80%, sendo este o seu valor mais baixo para o período em análise, e terminou-o com um valor de 29,37%.

Os restantes países, não apresentaram variações tão significativas mantendo-se ao longo do período entre os 5% e os 25%.

- **Inflação**

O gráfico 5, mostra a evolução da taxa de crescimento anual do deflator implícito do PIB para o LAC6 para o período em análise.

**Figura 5: Taxa de Inflação**



Fonte: Elaboração própria com dados recolhidos no World Bank Group

A situação da economia e inflação na Argentina no final dos anos de 1980 e início da década de 1990 era extremamente grave. Esta situação foi resolvida com a entrada de Domingo Cavallo no Ministério da Economia no início de 1990 que implantou um plano económico inédito de controlo da inflação. A ideia de Cavallo era usar o câmbio como forma de segurar a inflação de uma forma definitiva e iniciar uma nova etapa na história do país, o que foi conseguido, uma vez que a partir do ano de 1991, a inflação na Argentina diminuiu drasticamente, tendo até obtido valores negativos.

O Brasil foi o país que teve a maior média da amostra (346,7%). De 1985 a 1994 as taxas de inflação no Brasil, foram bastante altas e voláteis, no entanto, foi o Plano Real que marcou o final do período de instabilidade monetária e altas taxas de inflação. Como resultado deste plano, a inflação, que em 1994 foi de 2302,8%, caiu para 89,5% no ano seguinte, e em 1999 era de 8%. Na última década, a estabilização dos preços pareceu finalmente consolidar-se no Brasil, sendo a média de 2000 a 2016 de 4,5%.

A história mexicana é marcada por duas graves crises económicas. A primeira, provocada pela dívida de 1982, e a segunda, pela crise cambial de 1994/1995. Entre 1985-1989, a economia mexicana experimentou uma inflação média à taxa de 81,9%, tendo atingido o seu pico em 1987 (139%). Nesse ano, as autoridades mexicanas decidiram implementar um programa de estabilização que tinha como instrumento principal a taxa de câmbio. A partir daí, a taxa de inflação seguiu uma trajetória declinante, atingindo 8,8% no final de 1994. No entanto, com a crise financeira de 1994/1995, a taxa de inflação aumentou de 8,8% para 38,5%. Neste sentido, o México implementou então o seu programa de estabilização. O período subsequente pode ser visto como o período em que a estabilização do nível de preços é consolidada. A partir do ano de 2000 até ao final do período a inflação apresentou uma média de 5,4%, atingindo o seu valor mínimo de 1,5% em 2013.

A inflação no Perú foi aumentando desde 1985 até 1990, tendo apresentando nesse ano a pior hiperinflação da história recente da América Latina, durante o governo de Alan Garcia. Em 1990 é eleito Alberto Fujimori que anunciou um choque económico chamado "*Fujishock*". Apesar de este regime ter sido provavelmente o ajuste económico mais duro da história do país, a verdade é que a inflação diminuiu drasticamente, de 1990 (6261,24%) para 1991 (382,6%), e continuou a decair até 2002, ano em que foi atingido o valor mínimo do período em análise de 0,1%. Nos anos

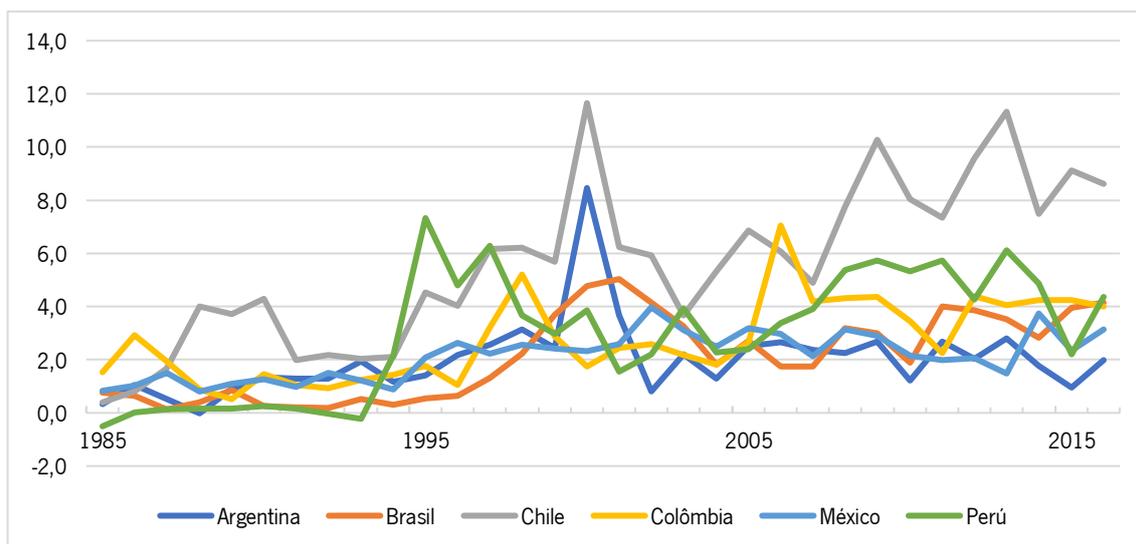
seguintes a inflação foi aumentando gradualmente, tendo terminado em 2016 com um nível de 2,9%.

Relativamente ao Chile e à Colômbia, estes foram os países que apresentaram a menor média para o período em análise (9,82% e 14,63%, respetivamente). Os valores da inflação para estes países mostram-se sempre estáveis e sem grandes oscilações, tal como é possível verificar-se no gráfico.

- **Investimento Direto Estrangeiro**

Em relação ao investimento direto estrangeiro, podemos observar no gráfico seguinte que o investimento direto estrangeiro aumentou em todos os países, desde 1985 até 2016.

**Figura 6: Investimento Direto Estrangeiro em % do PIB**



Fonte: Elaboração própria com dados recolhidos no World Bank Group

O Chile, foi o país com o resultado médio mais alto (5,62%) tendo apresentada um aumento no IDE, uma vez que iniciou o período com um valor de 0,40% e terminou com um valor de 8,63%. O nível de IDE, apresentou uma tendência crescente de 1985 a 2000, sendo que neste ano atingiu o seu valor máximo de 11,65%. A partir desse ano revelou uma queda acentuada até 2003. Desde esse ano o Chile registou um aumento substancial que apesar de algumas oscilações, se manteve até ao fim do período.

Por sua vez, a Argentina, foi o país com a média mais baixa (2%) apresentando o menor aumento de IDE ao longo do período em análise. Além disso, apresentou um comportamento semelhante

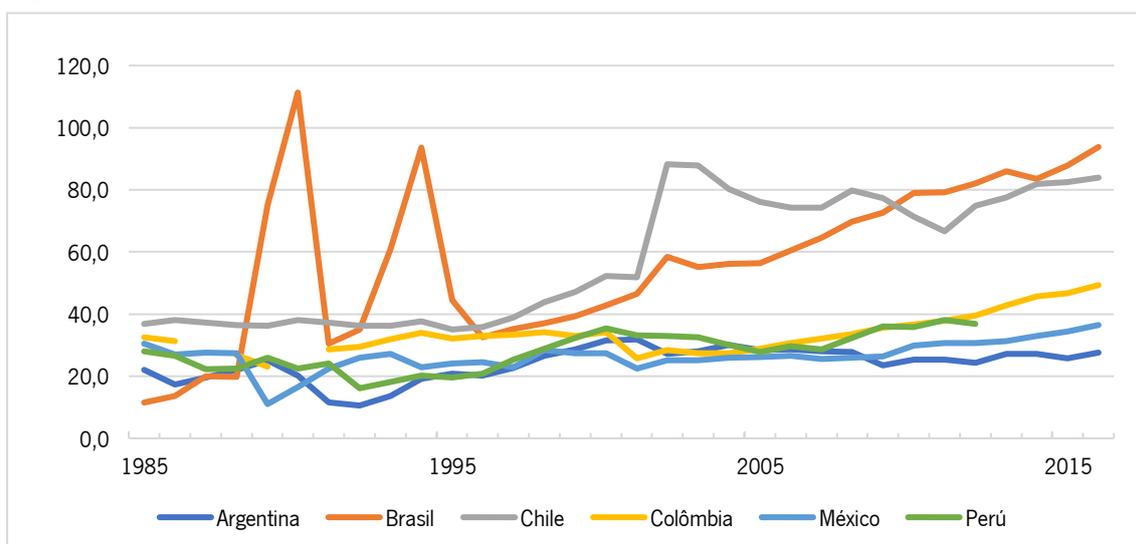
ao Chile, tendo registado um aumento do nível de IDE até ao ano de 2000, onde registou o seu valor máximo de 8,46%. No entanto, tal como o Chile, no ano de 2001 registou uma queda acentuada relativamente ao ano anterior, tendo ao final do período apresentado pequenas oscilações e sempre entre 1% e o 3%.

Relativamente aos restantes países, estes apresentaram um comportamento semelhante e sem grandes oscilações.

- **Oferta de Moeda**

Relativamente ao stock total de moeda na economia (oferta de moeda), podemos observar no gráfico 7, que todos os países experienciaram um aumento desde o início do período até ao fim do mesmo.

**Figura 7: Oferta de moeda em % do PIB**



Fonte: Elaboração própria com dados recolhidos no World Bank Group

O Brasil, tal como podemos observar, apresenta duas grandes subidas seguidas de quedas acentuadas, a primeira de 1990 para 1991 e a segunda de 1994 para 1995, que coincidem com as quedas apresentadas pelo Brasil a nível do crédito, uma vez que quando o nível de crédito de um país aumenta, então vai haver mais moeda em circulação. A partir de 1996, este país demonstrou uma acentuada subida no stock total de moeda, terminando o período em análise com um valor de 93,70%.

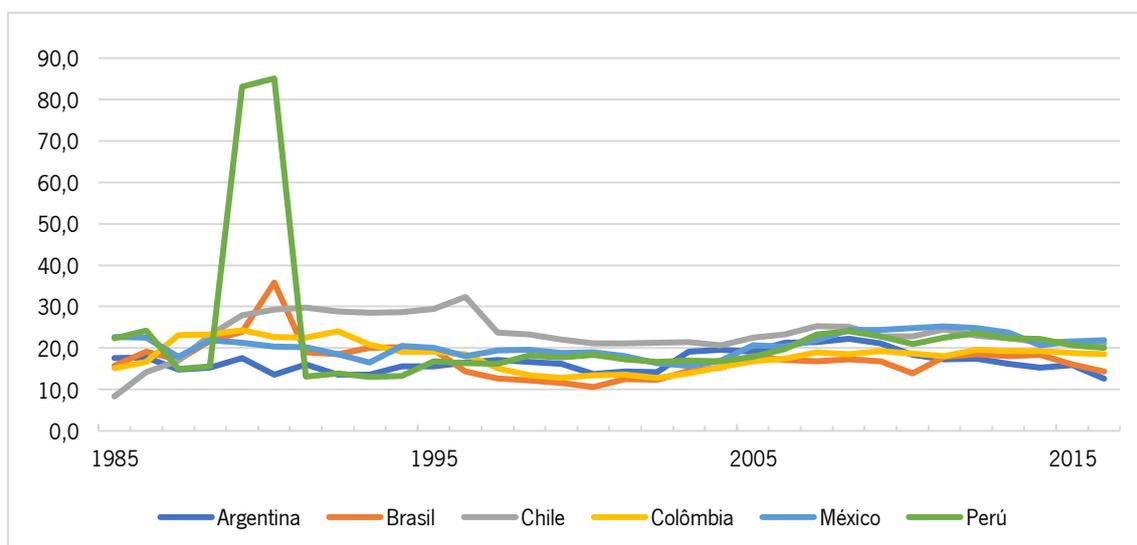
Por sua vez o Chile, foi o país com o resultado médio mais alto (57,86%) tendo apresentado também um aumento na oferta de moeda, uma vez que iniciou o período com um valor de 36,77% e terminou-o com um valor de 83,84%. De 1985 a 1997, o nível de oferta de moeda foi estável e sem grandes oscilações, sendo que foi a partir de 1997 que o Chile teve um aumento substancial que apesar de algumas oscilações, se manteve até ao fim do período.

Relativamente aos restantes países, estes apresentaram um comportamento semelhante e sem grandes oscilações.

- **Poupança Nacional**

O gráfico 8, mostra a evolução da poupança nacional para os LAC6 para o período em análise.

**Figura 8: Poupança Nacional em % do PIB**



Fonte: Elaboração própria com dados recolhidos no World Bank Group

Relativamente a esta variável podemos observar que o Perú apresenta um aumento substancial da poupança desde 1985 até 1990 (85,09%), sendo que no ano a seguir este valor diminuiu para 13,05%. A partir de 1991, o Perú manteve um comportamento estável acabando o período com um valor de 19,98% do PIB apresentando desta forma uma diminuição da poupança nacional relativamente ao início do período.

Os restantes países, apresentaram um comportamento convergente ao longo do período em análise. O Chile e a Colômbia foram os únicos países a apresentaram um aumento da poupança

nacional. É importante também salientar que a Argentina foi o país que apresentou a média mais baixa e o Chile foi o país que alcançou a média mais alta.

Em resumo, a Tabela 1 resume as variáveis dependente e explicativas analisadas em cima e utilizadas para o estudo empírico dos LAC6 bem como as respectivas descrições, os estudos empíricos relevantes que sustentam a sua escolha para este estudo, bem como os respectivos sinais esperados (ou efeitos) para o período em análise.

Tabela 1: Variáveis dependentes e explicativas com respectivas descrições, principais referências e sinais esperados.

Variável Dependente	Descrição		
<b>Taxa de Crescimento do PIB</b>	É a soma do valor acrescentado bruto por todos os produtores residentes na economia de um país mais os impostos sobre produtos e menos os subsídios não incluídos no valor dos produtos. É calculado sem fazer deduções para amortização de ativos fabricados ou de exaustão e degradação dos recursos naturais.		
Variável Independente	Descrição	Autores	Sinal Esperado
<b>CI – Crédito Interno fornecido pelo setor privado</b>	Corresponde ao crédito total de vários setores em termos brutos, com exceção do crédito ao governo central, que é líquido.	Levine e Zervos (1998); Luintel e Khan (1999); Vaithilingam, Guru e Shanmugam (2003); Rioja e Valev (2004); Liang e Teng (2006) e Abu-Bader e Abu-Qarn (2008).	+
		Hasan, Wachtel, e Zhou (2009).	-
<b>AN – Ações Negociadas</b>	Corresponde ao número total de ações negociadas, tanto nacionais como estrangeiras, multiplicado pelos respetivos preços correspondentes.	Levine e Zervos (1998); Brasoveanu <i>et al.</i> (2008); Mun <i>et al.</i> (2008); Enisan e Olufisayo (2009); Vazakidis e Adamopoulos (2009).	+
<b>ABERT – Abertura ao Comércio Internacional</b>	Grau de abertura medido pela soma das exportações e das importações em percentagem do PIB.	Edwards (1992); Harrison (1996); Edwards (1998) e Dao (2014).	+
<b>INFL - Inflação</b>	Taxa de inflação medida pelo deflator do PIB ao consumidor expressa em percentagem anual.	De Gregorio (1993); Bullard e Keating (1995); Barro (1995); Sarel (1996) e Manoel Bittencourt (2012)	-
<b>IDE – Investimento Direto Estrangeiro</b>	Refere-se às entradas líquidas de investimento para adquirir uma participação de gestão duradoura (10% ou mais do capital votante) em uma empresa que opera em uma economia diferente da do investidor.	Borensztein, De Gregorio, e Lee (1998); Manuchehr and Ericsson (2001); Choe (2003); Bengoa e Sanchez-Robles (2003); Chowdhury and Mavrotas (2006) e Umoh, Jacob e Chuku (2012).	+
<b>OF – Oferta de Moeda</b>	Representa o stock total de moeda na economia.	Babatunde e Shuaibu (2011); Chaitipa <i>et al.</i> (2015); Aslam (2016) e Hussain e Haque (2017).	+
		Ehigiamusoe (2013) e Gatawa <i>et al.</i> (2017).	-
<b>P - Poupança</b>	É calculada pelo rendimento nacional bruto menos o consumo total, mais as transferências líquidas.	Saltz (1999); Katircioglu e Naraliyeva (2006); Mohan (2006); Sajid e Sarfaraz (2008); Masih e Peters (2010) e Singh (2010).	+

Fonte: Elaboração Própria

## 4. Estudo Empírico

Após a revisão da literatura segue-se o estudo empírico que procura responder à questão de investigação proposta sobre o impacto do desenvolvimento financeiro no crescimento económico num grupo de países da América Latina. Assim, na secção 4.1 deste capítulo, é descrita a base de dados construída para a análise empírica deste trabalho, sendo referidas as fontes de dados, as variáveis empíricas e a amostra. Por sua vez, na secção 4.2 são apresentadas as definições das variáveis utilizadas neste estudo. A secção 4.3. descreve o modelo econométrico.

### 4.1. Dados

O principal objetivo do trabalho empírico a desenvolver consiste em testar se podemos estabelecer uma associação positiva entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico de uma economia. Mais concretamente, será analisada a importância que o mercado bancário e o mercado de capitais podem ter na explicação do crescimento económico dos países em estudo. Com esta finalidade, proceder-se-á ao teste destas hipóteses, usando para isso um modelo econométrico que será descrito mais à frente neste texto.

Com base nos estudos referidos na revisão da literatura, foram escolhidas as variáveis socioeconómicas que podem ter influência no crescimento económico e que serão utilizadas no modelo empírico. Desta forma, a base de dados utilizada neste estudo foi recolhida no *World Bank Group Database* (<https://data.worldbank.org/>). Na Tabela 2 pode-se observar a origem dos dados utilizados no estudo e os anos observados para cada variável.

Tabela 2: Fontes por variável

Variáveis	Fonte	Anos Observados
Taxa de Crescimento do PIB	<i>World Bank Group Database</i>	1985-2016
CI- Crédito interno fornecido pelo setor financeiro		1985-2016*
AN - Ações Negociadas		1985-2016
ABERT - Abertura ao comércio internacional		1985-2016
INFL - Inflação		1985-2016
IDE - Investimento Direto Estrangeiro		1985-2016
OF - Oferta de Moeda		1985-2016**
P - Poupança		1985-2016

\*Para a variável “Crédito Interno fornecido pelo setor financeiro”, não foram encontrados dados para o Brasil nos anos de 1997 e 1998 e para a Colômbia nos anos de 1987 e 1990.

\*\* Para a variável “Oferta de Moeda” não foram encontrados dados para a Colômbia nos anos de 1987 e 1990.

Fonte: Elaboração própria

Assim, o “Crédito interno fornecido pelo setor financeiro”, as “Ações Negociadas”, a “Abertura ao comércio internacional”, a “Inflação”, o “Investimento Direto Estrangeiro”, a “Oferta de Moeda” e a “Poupança” são as variáveis explicativas que serão testadas para verificar se influenciam ou não a “Taxa de Crescimento do PIB” (a variável dependente).

A amostra é constituída (como referido anteriormente) por seis países da América Latina, nomeadamente, Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Perú, cujos dados foram obtidos na base de dados do World Bank Group que dispõe de dados relativos a várias variáveis económicas e financeiras relativas a países de todo o mundo. Estes países foram escolhidos por apresentarem os maiores valores para o PIB em valores absolutos da região<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Apesar de a Venezuela apresentar valores para o PIB maiores que a Colômbia, Chile e Perú, este país foi excluído da amostra por ter adotado medidas económicas peculiares durante a década de 2000 que o diferenciam dos outros países da América Latina.

Em relação ao espaço temporal da amostra, o critério seguido foi o de selecionar um horizonte temporal sob o qual existam bases de dados credíveis e o mais completas possível. Desta forma, o espaço temporal da amostra está compreendido entre 1985 e 2016.

## 4.2. Definição das Variáveis

De forma a permitir um melhor conhecimento, segue-se uma breve descrição de cada variável presente no estudo<sup>7</sup> e cuja fonte já foi identificada na Tabela 2. De referir que estas definições foram retiradas do *World Bank*.

- **Taxa de Crescimento anual do PIB:** o PIB ( $Y$ ) é a soma do valor acrescentado bruto por todos os produtores residentes na economia de um país mais os impostos sobre produtos e menos os subsídios não incluídos no valor dos produtos. É calculado sem fazer deduções para amortização de ativos fabricados ou de exaustão e degradação dos recursos naturais. A variável dependente do estudo presente é a taxa de crescimento anual do PIB ( $g_y = \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{Y_{t+1} - Y_t}{Y_t}$ )<sup>8</sup>, isto é, a variação percentual do PIB de um ano para o outro.
- **Crédito interno fornecido pelo setor financeiro (CI):** inclui todo o crédito concedido pelo setor financeiro às empresas de vários setores de atividade em termos brutos, com exceção do crédito ao governo central, que é líquido. A variável usada é o rácio do crédito interno sobre o PIB.
- **Ações Negociadas: (AN):** corresponde ao número total de ações negociadas, tanto nacionais como estrangeiras, multiplicado pelos respetivos preços. A variável usada é o rácio das ações negociadas sobre o PIB.
- **Abertura ao comércio internacional (ABERT):** esta variável é medida pelo rácio da soma das exportações e das importações sobre o PIB.

---

<sup>7</sup> Para mais informações sobre as variáveis utilizadas, ver <https://data.worldbank.org/>.

<sup>8</sup>  $g_y$ , representa a taxa de crescimento do PIB,  $Y_t$  representa o nível do PIB no período corrente e  $Y_{t-1}$  representa o nível do PIB no período anterior ao corrente.

- **Inflação (INF)**: a taxa de inflação é a taxa de variação percentual do nível de preços da economia (P). Neste estudo, usamos a taxa de crescimento anual do deflator implícito do PIB ( $INF = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$ )<sup>9</sup>.
- **Investimento Direto Estrangeiro (IDE)**: corresponde às entradas líquidas de investimento para adquirir uma participação de gestão duradoura (10% ou mais do capital votante) em uma empresa que opera em uma economia diferente da do investidor. Esta variável engloba as entradas líquidas (novas entradas de investimento menos desinvestimento) na economia dos investidores estrangeiros, e é dividido pelo PIB.
- **Oferta de Moeda (OF)**: representa o stock total de moeda na economia. A variável utilizada é o rácio da Oferta de Moeda sobre o PIB.
- **Poupança Nacional (P)**: é calculada pelo rendimento nacional bruto menos o consumo total, mais as transferências líquidas. A variável utilizada corresponde ao rácio da Poupança sobre o PIB.

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no presente estudo, no período de 1985 a 2016, para os seis países que constituem a amostra.

Tabela 3: Estatísticas Descritivas

Variáveis	Observações	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
PIB	192	3,373	4,098	-12,31	12,670
CI	184	53,066	32,321	10,52	212,919
AN	183	8,101	8,938	0,123	46,199
ABERT	192	19,620	8,693	6,598	45,069
INFL	192	155,129	629,869	-1,837	6261,24
IDE	192	2,936	2,269	-0,057	11,654
OF	186	38,118	20,255	10,557	111,325
P	192	19,829	7,863	8,314	85,097

Fonte: Elaboração Própria

<sup>9</sup>  $P_t$  representa o nível geral de preços no ano corrente e  $P_{t-1}$  representa o nível geral de preços no ano anterior ao corrente.

Ao observar a tabela podemos verificar que o número de observações não é igual para todas as variáveis devido à falta de dados para alguns anos em particular, nomeadamente no Crédito Interno, nas Ações Negociadas e na Oferta Moeda.

Como é sabido, a região da América Latina, passou por períodos de hiperinflação nos anos 80 e, portanto, não é de admirar que a inflação seja a variável que apresenta o maior desvio padrão e, também uma grande disparidade entre o valor mínimo e o valor máximo. O valor mínimo foi captado em 1999 e o valor máximo em 1990, para a Argentina e para o Perú respetivamente. A inflação não é a única variável que regista uma grande diferença entre o mínimo e o máximo, o crédito interno, bem como a oferta de moeda também registaram grandes oscilações nos seus valores.

Para verificar o grau de associação entre as variáveis, apresenta-se na tabela 4 a matriz de correlações entre as variáveis do nosso modelo.

**Tabela 4: Matriz de Correlações**

	PIB	CI	NA	ABERT	INFL	IB	OF	P
PIB	1							
CI	-0,0811	1						
AN	-0,0375	0,3631	1					
ABERT	0,2617	0,1117	-0,0200	1				
INFL	-0,2421	0,4330	-0,1357	-0,2443	1			
IDE	0,0701	0,1931	0,2600	0,5179	-0,2590	1		
OF	-0,0832	0,8227	0,5344	0,2515	0,1789	0,4501	1	
P	0,1871	0,2184	-0,0472	0,6303	0,1050	0,1842	0,2211	1

Fonte: Elaboração Própria

Testando a hipótese de que não existe uma relação linear perfeita entre as variáveis explicativas do crescimento económico, verifica-se valores inferiores a 0.80, que segundo Gujarati (2003) é o limite para considerar a hipótese de multicolinearidade entre as variáveis. Apesar de algumas das correlações serem significativas, como por exemplo os pares “Crédito interno fornecido pelo setor

privado” e “Taxa de crescimento anual do PIB”, “Oferta de moeda” e “Taxa de crescimento anual do PIB” e “Oferta de moeda” e “Crédito interno fornecido pelo setor privado”, pode-se concluir que todas se situam num valor abaixo daquele que é considerado problemático.

Ao observar a matriz de correlações podemos verificar que as variáveis “Crédito Interno”, “Ações Negociadas”, “Inflação” e “Oferta de Moeda” estão negativamente correlacionadas com Taxa de Crescimento anual do PIB, sendo que apenas as variáveis “Abertura ao Comércio Internacional”; “Investimento Direto Estrangeiro” e a “Poupança Nacional” é que são positivamente correlacionadas com a variável dependente.

### 4.3. Modelo econométrico

O modelo econométrico escolhido para avaliar os efeitos do desenvolvimento financeiro no crescimento económico é o modelo de regressão linear múltipla, cuja forma genérica é dada pela equação 1:

$$g_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{1i,t-1} + \beta_2 X_{2i,t-1} + \dots + \beta_k X_{ki,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

- $g_{i,t}$  é a variável dependente do modelo (“Taxa de crescimento do PIB”) para o país  $i$  no período  $t$ ;
- $\beta_0$  é a constante do modelo;
- $\beta_1, \dots, \beta_k$  são os parâmetros do modelo em que  $k$  representa o número de variáveis de controlo e explicativas;
- $\varepsilon_{it}$  é o termo de perturbação.

O modelo estimado neste trabalho baseia-se em grande medida no modelo de Levine e Zervos (1998) e no modelo de Leitão (2010), tendo sido, no entanto, acrescentadas outras variáveis explicativas já mencionadas e descritas na revisão de literatura. A especificação do modelo inicial a estimar pode ser apresentada na seguinte forma:

$$g_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CI_{i,t-1} + \beta_2 AN_{i,t-1} + \beta_3 ABERT_{i,t-1} + \beta_4 INF_{i,t} + \beta_5 IDE_{i,t-1} + \beta_6 OF_{i,t-1} + \beta_7 P_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Como já foi referido a amostra neste estudo incluiu 6 países da América Latina para um espaço temporal de 31 anos (1985 a 2016), o que lhe confere a forma de uma base de dados em painel.

Segundo Verbeek (2017) os dados em painel contêm observações sobre as mesmas unidades (indivíduos, famílias, países...), recolhidos ao longo de vários períodos. Para Greene (2008), a principal vantagem de utilizar dados em painel é a de permitir maior flexibilidade na modelização das diferenças no comportamento entre as unidades analisadas, fazendo com que a heterogeneidade seja parte integrante do estudo, agregando um conjunto maior de informações, que enriquece a análise empírica.

Segundo Baltagi (2001), esta técnica permite controlar a heterogeneidade individual e fornece dados mais informativos, contribuindo para uma maior variabilidade dos dados, menor colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e ainda maior eficiência do modelo a estimar.

É importante referir que os dados em painel também possuem inconvenientes. Pode ocorrer o chamado enviesamento de heterogeneidade, isto é, o enviesamento resultante de uma má especificação pela não consideração de uma eventual diferenciação dos coeficientes ao longo das unidades seccionais e/ou ao longo do tempo (Marques, 2000).

Segundo Wooldridge (2013), existem três métodos principais para estimar os dados em painel: a regressão *Pooled OLS* (Método dos Quadrados Ordinários Agrupado), o modelo de Efeitos Fixos ou o modelo de Efeitos Aleatórios.

O *Pooled OLS* é o método de estimação mais simples e assume que o comportamento é uniforme para todos os indivíduos e ao longo do tempo (Gurajati 2008). O modelo de efeitos fixos, pretende controlar e corrigir os efeitos das variáveis omitidas que variam de país para país, mas que permanecem constantes ao longo do tempo. Um importante pressuposto do modelo de efeitos fixos é que as diferenças entre os diferentes países são captadas pela constante e estas não variam no tempo (Greene 2008). Em alternativa, o modelo de efeitos aleatórios, é utilizado quando algumas variáveis omitidas podem ser constantes ao longo do tempo, mas variam entre os países ou podem ser fixas entre os países, mas variam ao longo do tempo. A lógica por trás do modelo de efeitos aleatórios é que o efeito específico do país é assumido como uma variável aleatória que não é correlacionada com as variáveis explicativas (Greene, 2008).

## 5. Análise e Discussão dos Resultados

O presente capítulo tem por objetivo apresentar e analisar os resultados das estimativas do impacto do desenvolvimento financeiro no crescimento económico. Assim, neste capítulo, serão apresentadas as estimativas do modelo *Pooled OLS*, dos efeitos fixos e dos efeitos aleatórios, assim como os vários testes que foram implementados e será feita a análise a discussão dos resultados.

Seguindo a forma que é usualmente utilizada em trabalhos como este, apresenta-se os resultados de vários modelos, sendo a primeira análise feita ao *Pooled OLS*, o segundo modelo analisado corresponde ao dos efeitos fixos e o último modelo é o dos efeitos aleatórios.

Após a estimação pelo *Pooled OLS*, realizaram-se vários testes aos pressupostos do modelo, tais como o teste de Breusch-Pagan, que teste a hipótese nula em que a variância do termo de erro é constante (homoscedasticidade) contra a hipótese alternativa em que a variância do termo de erro não é constante (heteroscedasticidade). O resultado não rejeitou a hipótese nula de homoscedasticidade (qui-quadrado= 3,79 e *p-value*=0,0516 que é maior que 0,05). Para confirmar a ausência de multicolinearidade recorreu-se ao Fator de Inflação da Variância (VIF), que testa a hipótese de que não existe uma relação linear perfeita entre as variáveis explicativas. Seguindo Wooldridge (2013), o valor a partir do qual o autor considera a existência de problemas de multicolinearidade é  $VIF > 10$ . Na tabela abaixo o valor médio do VIF foi de 2,79, indicando que a existência de multicolinearidade não constitui um problema neste estudo.

A possibilidade de existirem variáveis omitidas foi testada através do comando “ovtest” do programa STATA15. O comando executa um teste para especificação de erros na regressão para as variáveis omitidas, de forma a garantir que as variáveis omitidas não estejam a pôr em causa a especificação do modelo. A hipótese nula é a de que o modelo não possui variáveis omitidas, o valor de *p-value* do teste F é de 0,8180 maior do que o limite usual de 0,05, e portanto, não rejeitamos a hipótese nula e consequentemente temos evidência de que não precisamos de mais variáveis a incluir no modelo.

Conforme se verifica nos resultados da estimação do modelo *Pooled OLS* (tabela 5, coluna (1)), apenas as variáveis “Inflação” e “Poupança Nacional” se mostram estaticamente significativas.

As restantes variáveis não são estatisticamente significativas, pelo que nada se pode concluir sobre o seu efeito sobre o crescimento económico.

Inicialmente foi realizado o teste de F para decidir entre a utilização do modelo *Pooled OLS* e o modelo de efeitos fixos. Através do resultado do Teste de F conclui-se que o modelo *Pooled OLS* não é o mais adequado ( $F(5, 162) = 5.96$  e  $p\text{-value}=0,0000$ ).

De seguida foi estimado o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios. No entanto, é importante referir, que ao efetuar o modelo de efeitos aleatórios no STATA15, percebeu-se que houve uma convergência deste modelo para o modelo *Pooled OLS*, isto porque, para os 6 países os valores da taxa de crescimento do PIB são muito próximos em cada um dos anos, mas em cada país há uma grande variação dos valores desta variável ao longo do tempo.

Posteriormente, foi realizado o teste de *Hausman* de forma a ser possível identificar qual dos métodos (efeitos fixos ou efeitos aleatórios) é o mais adequado aos nossos dados. A hipótese nula é que ambos os efeitos, fixos e aleatórios, são consistentes, sendo a hipótese alternativa que os efeitos aleatórios não são consistentes. Conforme podemos observar na tabela, com um chi-quadrado= 15.18 e  $p\text{-value}=0,0338$ , a hipótese nula é rejeitada e, portanto, o modelo de efeitos fixos é o mais adequado aos nossos dados. Dado que o modelo escolhido é o de efeitos fixos iremos proceder à interpretação dos resultados apresentados na coluna (2).

Os resultados empíricos obtidos da estimação do modelo pelos efeitos fixos revelam que a estimativa para o crédito interno fornecido pelo setor financeiro encontra-se em linha com as apresentadas por Levine e Zervos (1998), Luintel e Khan (1999), Vaithilingam, Guru e Shanmugam (2003), Rioja e Valev (2004), Liang e Teng (2006) e Abu-Bader e Abu-Qarn (2008). Esta variável mostra-se estatisticamente significativa a 5% e o seu sinal positivo é facilmente compreendido quando se pensa que o investimento privado e o consumo das famílias dependem significativamente do crédito fornecido pelo setor financeiro. Ora, é evidente que um aumento do crédito interno que tem como consequência o aumento do investimento e do consumo, levará a um aumento do crescimento económico dos países. Tendo-se em consideração a própria fórmula de cálculo do PIB.

As ações negociadas não se mostram relevantes para a explicação do crescimento económico no modelos de efeitos fixos, apesar de apresentar um efeito positivo, que vai de encontro ao apresentado por Levine e Zervos (1998), Brasoveanu *et al.* (2008), Mun *et al.* (2008), Enisan e

Olufisayo (2009) e Vazakidis e Adamopoulos (2009). O facto desta variável não se mostrar estatisticamente significativa pode significar que os sistemas financeiros da América Latina ainda são maioritariamente *Bank-Based*, sendo os mercados de capitais pequenos e com pouca liquidez, o que vai de encontro ao previsto por Belaisch *et al.* (2005).

A estimativa para a abertura ao comércio internacional mostra-se estatisticamente significativa a 1% para o modelo de efeitos fixos e indica um impacto positivo deste indicador sobre o crescimento económico que vai de encontro ao descrito por Edwards (1992), Harrison (1996), Edwards (1998) e Dao (2014). De acordo com o seu coeficiente estimado prevê-se que quando a abertura ao comércio internacional aumenta 1 ponto percentual, em média o crescimento económico aumenta cerca de 0,212 pontos percentuais, com tudo o resto constante. Este resultado vai ao encontro da teoria do comércio internacional, uma vez que a atividade de exportar permite aos países superar as limitações do seu mercado interno e contribui para ganhos de produtividade através, por exemplo, da criação de economias de escala.

Os efeitos estimados negativos da inflação sobre o crescimento económico confirmam os estudos de De Gregorio (1993), Bullard e Keating (1995), Barro (1995) e Sarel (1996) e Manoel Bittencourt (2012). De acordo com os resultados obtidos, um aumento da inflação em 1 ponto percentual mostra afetar negativamente, em média, o crescimento económico em 0,002 pontos percentuais, mantendo tudo o resto constante. Uma explicação para este facto é que uma inflação elevada, tem como consequência a redução do poder de compra das famílias, tornando-as mais limitadas em termos de liquidez, afetando negativamente o seu consumo. Ora, sendo o consumo privado a principal componente do PIB, se esta variável diminui em função do aumento da inflação é natural que o crescimento económico acabe penalizado.

O investimento direto estrangeiro, não se mostrou estatisticamente significativo pelo que nada se pode concluir sobre o seu efeito no crescimento económico. Para além disto, esta variável apresentou um sinal negativo ao contrário do que seria esperado pela revisão de literatura. Talvez os valores de IDE sejam ainda relativamente diminutos nos países em estudo.

Na revisão de literatura verificou-se que a variável oferta de moeda poderia apresentar tanto um impacto positivo como negativo sobre o crescimento económico. Esta variável mostrou-se estatisticamente significativa a 1% para o modelo de efeitos fixos e apresentou um impacto negativo tal como previsto por Ehigiamusoe (2013) e Gatawa *et al.* (2017). Este impacto negativo sobre o

crescimento económico pode ser explicado pelos efeitos da política monetária restritiva. Esta política é caracterizada pela diminuição da oferta de moeda, que leva conseqüentemente a um aumento das taxas de juro. O aumento da taxa de juro provoca, por sua vez, uma diminuição do investimento e do consumo das famílias, penalizando o crescimento económico.

Por fim, a poupança não se mostrou estatisticamente significativa ainda que tenha apresentado um sinal positivo sobre o crescimento económico, tal como previsto por Saltz (1999), Katircioglu e Naraliyeva (2006), Mohan (2006), Sajid e Sarfaraz (2008), Masih e Peters (2010) e Singh (2010).

Tabela 5: Resultados do modelo de regressão

Variáveis	<i>Pooled OLS</i>	Efeitos Fixos (2)	Efeitos Aleatórios (3)
CI	0,026 (1,44)	0,046 (2,00)**	0,026 (1,44)
AN	0,008 (0,20)	0,052 (1,21)	0,008 (0,20)
ABERT	0,083 (1,63)	0,212 (3,42)***	0,083 (1,63)
INFL	-0,002 (2,68)***	-0,002 (2,60)**	-0,002 (2,68)***
IDE	-0,064 (0,37)	-0,240 (1,36)	-0,064 (0,37)
OF	-0,053 (1,73)	-0,121 (3,74)***	-0,053 (1,73)
P	0,104 (1,15)***	0,092 (1,08)	0,104 (1,15)
constante	0,925 (0,68)	0,301 (0,17)	0,925 (0,68)
Número de observações	175		
R <sup>2</sup>	0,14	0,20	0,17
VIF	2,79		
Breusch-Pagan	$X^2 = 3,79$		
	<i>p-value</i> =0,0516		
Teste às Variáveis Omitidas	F(3,164) = 0,31		
	<i>p-value</i> =0,8180		
Teste F		F(5, 162) = 5.96	
		<i>p-value</i> =0.0000	
Teste de Hausman		$X^2 = 15.18$	
		<i>p-value</i> =0,0338	

Legenda: Nível de significância: 5%(\*\*), 1%(\*\*\*). Desvios estimados dentro de parêntesis.

## 6. Conclusão

Relevante literatura económica defende que o desenvolvimento financeiro tem um efeito positivo no crescimento económico. No entanto, não é ainda clara a identificação dos efeitos diretos de cada um dos mercados financeiros (bolsa ou banca) sobre o crescimento económico. Desejando contribuir com mais evidência empírica para esta área de investigação, o presente trabalho analisa os efeitos do desenvolvimento financeiro, quer no sistema bancário quer na bolsa de valores, sobre o crescimento económico de um grupo de países da América Latina, nomeadamente: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Perú.

Para o efeito foram estimados vários modelos, tendo os resultados obtidos a partir do modelo de efeitos fixos serviram de referência para a análise desenvolvida. Assim sendo, conclui-se que o mercado de capitais não revela significância estatística na explicação do crescimento económico. No entanto os resultados obtidos para o mercado bancário são estatisticamente significativos e encontram-se em conformidade com a literatura assumindo um efeito positivo sobre o crescimento económico dos países em desenvolvimento, tal como defende Levine e Zervos (1998), Luintel e Khan (1999), Vaithilingam, Guru e Shanmugam (2003), entre outros.

A insignificância estatística revelada pela variável que retrata o mercado de capitais - ações negociadas – pode ter origem no facto dos sistemas financeiros da América Latina ainda serem maioritariamente *Bank-Based*, sendo os mercados de capitais pequenos atualmente ainda pequenos e com pouca liquidez, o que vai de encontro ao previsto por Belaisch *et al.* (2005). Estes resultados implicam que a região da América Latina, deverá estimular o desenvolvimento do mercado de capitais, já que se verifica globalmente que países com um mercado de capitais maduro e bem estabelecido na economia, alcançam um melhor desempenho não só em termos de crescimento económico, mas também em termos de desenvolvimento social, como chamam a atenção Levine e Zervos (1998).

Para o desenvolvimento dos seus mercados de capitais, os países da América Latina aqui em estudo deverão adotar um conjunto de medidas, tais como melhorar a regulação do mercado de ações, de modo a garantir que este opere de maneira justa e ordenada, bem como aumentar a transparência nos mecanismos de transmissão da informação, que permitirá aos investidores tomar melhores e mais rápidas decisões de investimentos. A aplicação destas medidas resultará, acredita-se em maiores valores de emprego, rendimento, investimento e crescimento económico.

Em modo de conclusão, acredita-se que o objetivo principal deste trabalho foi cumprido, na medida em que se obteve evidência de que o desenvolvimento financeiro (mercado bancário e mercado de capitais) tende a promover o crescimento económico o que vai de encontro à “*supply leading hypothesis*”. Adicionalmente, provou-se ainda que o mercado bancário foi o que mais contribuiu para esse desenvolvimento.

Como proposta para investigações futuras sugere-se um estudo semelhante ao realizado nesta dissertação, mas alargando a amostra a todos os países da América Latina.

## Referências Bibliográficas

Abdalla, S. Z. S., & Dafaalla, H. A. (2011). Stock Market Development and Economic Growth in Sudan (1995-2009): Evidence from Granger Causality Test. *Journal of Business Studies Quarterly*, 3(2), 94–105.

Abu-Bader, S., & Abu-Qarn, A. S. (2008). Financial development and economic growth: Empirical evidence from six MENA countries. *Review of Development Economics*, 12(4), 803–817.

Ake, B., & Ognaligui, R. W. (2010). Financial stock market and economic growth in developing countries: The case of Douala Stock Exchange in Cameroon. *International Journal of Business and Management*, 5(5), 82–88.

Aslam, A. (2016). Impact of Money Supply on Sri Lankan Economy: An Econometric Analysis. *International Letters of Social and Humanistic Sciences*, 67, 11-17.

Associação Portuguesa de Bancos, consultado em 23/11/2018, disponível em <http://www.apb.pt/>.

Babatunde, M. A., and Shuaibu, M. I. (2011). Money Supply, Inflation and Economic Growth in Nigeria. *Asian-African Journal of Economics and Econometrics*, 11(1), 147-163.

Barro, R. J. (1995). Inflation and economic growth. *Annals of Economics and Finance, Society for AEF*, 14(1), 121-144.

Baltagi, B. (2001). *Econometrics analysis of panel data*. Jonh Wiley & Sons, Ltd.

Beck, T., & Levine, Ross. (2004). Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. *Journal of Banking & Finance, Elsevier*, 28(3), 423-442.

Belaisch, A., Singh, A., Collyns, C., Masi, P., Krieger, R., Meredith, G. & Rennhack, R. (2005). Stabilization and Reform in Latin America: A Macroeconomic Perspective on the Experience Since the Early 1990s. *International Monetary Fund*, 63-77.

Bengoa, M., & Sanchez-Robles, B. (2003). Foreign direct investment, economic freedom and growth: new evidence from Latin America. *European journal of political economy*, 19(3), 529–545.

Bittencourt, M. (2012). Inflation and economic growth in Latin America: Some panel time-series evidence. *Economic Modelling, Elsevier*, 29(2), 333–340.

Borensztein, E., De Gregorio, J., & Lee, J.W. (1998). How does foreign direct investment affect economic growth?. *Journal of International Economics*, 45(1), 115–135.

Brasoveanu, L., Dragota, V., Catarama, D., & Semenescu, A. (2008). Correlations Between Capital Market Development And Economic Growth: The Case Of Romania. *Journal of Applied Quantitative Methods*, 3(1), 64–75.

Bullard, J., & Keating, J. (1995). The long-run relationship between inflation and output in postwar economies. *Journal of Monetary Economics*, 36(3), 477–496

Chaitipa, P., Chokethaworna, K , Chaiboonsrib, C and Khounkhalaxc, M. (2015). Money Supply Influencing on Economic Growth-wide Phenomena of AEC Open Region. *International Conference on Applied Economics*, 24, 108 – 115.

Choe, J. I. (2003). Do Foreign Direct Investment and Gross Domestic Investment Promote Economic Growth?. *Review of Development Economics*, 7(1), 44–57.

Chowdhury, A., & Mavrotas, G. (2006). FDI and Growth: What Causes What?. *World Economy*, 29(1), 9–19.

Dao, A. T. (2014). Trade Openness and Economic Growth. *Mark A. Israel '91 Endowed Summer Research Fund in Economics*, 2.

Deb, S. G., & Mukherjee, J. (2008). Does stock market development cause economic growth? A time series analysis for Indian economy. *International Research Journal of Finance and Economics*, 21(3), 142–149.

De Gregorio, J. (1993). Inflation, taxation, and long-run growth. *Journal of Monetary Economics*, 31, 271–298.

Edwards, S. (1992). Trade orientation, distortions and growth in developing countries. *Journal of Development Economics*, 39 (1), 31–57.

Edwards, S. (1998). Openness, productivity and growth: what do we really know?. *The Economic Journal*, 108(447), 383–398.

Ehigiamusoe, U. (2013). The Link between Money Market and Economic Growth in Nigeria: Vector Error Correction Model Approach. *International Journal of Economics and Management Engineering*, 7(12).

Enisan, A., & Olufisayo, O. (2009). Stock market development and economic growth: Evidence from seven sub-Sahara African countries. *Journal of Economics and Business*, 61(2), 162– 171.

Gatawa, N., Abdulgafar, A, & Olarinde, M. (2017). Impact of Money Supply and Inflation on Economic Growth in Nigeria. *Journal of Economics and Finance*, 8(3), 26-37.

Greene, W. (2008). *Econometric Analysis*, 5th edition. New York: Prentice Hall.

Gujarati, D., & Porter, D. (2008). *Basic Econometrics*, 5th edition. New York: The McGraw-Hill Series Economics.

Harrison, A. (1996). Openness and growth: a time-series, cross-country analysis for developing countries. *Journal of Development Economics*, 48 (2), 419–447.

Hasan, I., Wachtel, P., & Zhou, M. (2009). Institutional development, financial deepening and economic growth: Evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, 33(1), 157-170.

Hussain, M. E., & Haque, M. (2017). Empirical Analysis of the Relationship between Money Supply and Per Capita GDP Growth Rate in Bangladesh. *Journal of Advances in Economics and Finance*, 2(1).

Ilyukhin, E. (2015). Stock Market Development and Economic Growth: Empirical Evidence from Kazakhstan. *Economic and Statistical Research*, 23(257), 45–50.

Katircioglu, S., & Naraliyeva, A. (2006). Foreign Direct Investment, Domestic Savings and Economic Growth in Kazakhstan: Evidence from Co-Integration and Causality Tests. *Investment Management and Financial Innovations*, 3(2).

King, G., & Levine, R. (1993). Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics*, 32, 513-542.

- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*, 88(3), 537-558.
- Leitão, N. (2010). Financial Development and Economic Growth: A Panel Data Approach. *Theoretical and Applied Economics*, 10(551), 15-24.
- Liang, Q., & Teng, J. Z. (2006). Financial development and economic growth: Evidence from China. *China Economic Review*, 17(4), 395–411.
- Luintel, K., & Khan, M. (1999). A quantitative reassessment of the finance-growth nexus: evidence from a multivariate VAR. *Journal of Development Economics*, 60(2), 381-405.
- Manuchehr, I., & Ericsson, J. (2001). On the causality between foreign direct investment and output: a comparative study. *The International Trade Journal*, 15(1), 1-26.
- Marques L., (2000). Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: revisão de literatura, Cempre (Centro de Estudos Macroeconómicos e Previsão), Faculdade de Economia do Porto, pp. 1-82.
- Masih, R., & Peters S. (2010). A revisitacion of the savings–growth nexus in Mexico. *Economics Letters*, 107(3), 318-320.
- Matos, Orlando Carneiro (2002). Desenvolvimento do Sistema Financeiro e Crescimento económico no Brasil: evidências de causalidade. Trabalho para Discussão, n. 49. Banco Central do Brasil.
- Mishkin, F. (1992). Anatomy of a Financial Crisis. *Journal of Evolutionary Economics*, 2(2), 115-30.
- Mohan, R. (2006). Causal Relationship Between Savings and Economic Growth in Countries with Different Income Levels. *Economics Bulletin*, 5(3), 1–12.
- Mun, H. W., Siong, E. C., & Thing, T. C. (2008). Stock Market and Economic Growth in Malaysia: Causality Test. *Asian Social Science*, 4(4), 86–92.
- Nishimura, K., Nourrym C., Seegmuller, T., & Venditti, A. (2016). Growth and Public Debt: What Are the Relevant Tradeoffs?. *Amse Working Papers*, 6, 1-15.

Reuttner, I., & Glass, T. (2012). *The Financial Development Report*. Consultado em 21/12/2018, disponível em [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_FinancialDevelopmentReport\\_2012.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2012.pdf).

Rioja, F., & Valev, N. (2004). Does one size fit all?: A reexamination of the finance and growth relationship. *Journal of Development Economics*, 74(2), 429-447.

Sajid, G., & Sarfaraz, M. (2008). Savings and Economic Growth in Pakistan: An Issue of Causality. *Pakistan Economic and Social Review*, 46(1), 17-36.

Saltz, I. (1999). An Examination of the Causal Relationship between Savings and Growth in the Third World. *Journal of Economics and Finance*, 23(1), 90-98.

Sarel, M. (1996). Nonlinear effects of inflation on economic growth. *Internacional Monetary Fund Staff Papers*, 43 (1), 199–215.

Schumpeter, J. (1911). *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*. Leipzig: Duncker & Humblot.

Singh, T. (2010). Does Domestic Saving Cause Economic Growth? Time-Series Evidence from India. *Journal of Policy Modeling*, 32(2), 231–253.

*The Observatory of Economic Complexity*. (2017). Consultado em 5/1/2019, disponível em <https://atlas.media.mit.edu/pt/>.

*The World Bank Group Database*. Consultado em 15/12/2018, disponível em <https://data.worldbank.org/>.

Umoh, O., Jacob, A., & Chuku, C. (2012). Foreign Direct Investment and Economic Growth in Nigeria: An Analysis of the Endogenous Effects. *Current Research Journal of Economic Theory*, 4(3), 53–66.

Vaithilingam, S., Guru, B., & Shanmugam, B. (2003). Bank Lending and Economic Growth in Malaysia. *Journal of Asia-Pacific Business*, 5(1), 51-69.

Vazakidis, A., & Adamopoulos, A. (2009). Stock Market Development and Economic Growth. *American Journal of Applied Sciences*, 6(11), 1932-1940.

Verbeck, M. (2017). *A Guide to Modern Econometrics*, 5th edition. Rotterdam: Wiley.

Wooldridge, J. (2013). *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge: The MIT Press.