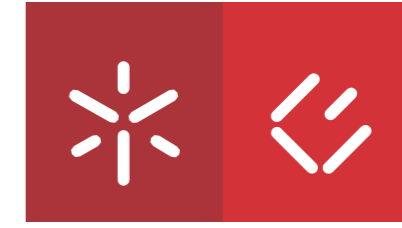




Catarina Correia O sistema Financeiro e o crescimento económico: Portugal e outros países da UE

UMinho | 2023

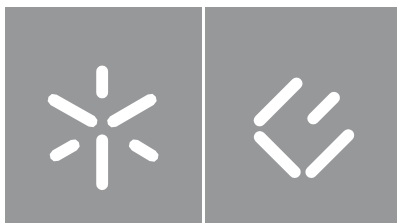


Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Catarina da Rocha Correia

**O sistema Financeiro e o
crescimento económico:
Portugal e outros países da UE**

maio, 2023



Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Catarina da Rocha Correia

**O sistema financeiro e o
crescimento económico: Portugal e
outros países da UE**

Tese de Mestrado
Mestrado em Economia Monetária, Bancária e
Financeira

Pesquisa feita sobre a supervisão de
**Professora Doutora Natália Pimenta
Monteiro**

maio, 2023

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.



Atribuição-NãoComercial-Compartilhalgual

CC BY-NC-SA

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

Agradecimentos

Este trabalho resulta na finalização de uma etapa deveras importante, durante o qual contei com o apoio de diversas pessoas, às quais quero dirigir uma palavra de agradecimento: Uma palavra muito especial à minha orientadora, Professora Natália Pimenta Monteiro, pelos seus conhecimentos, empenho, profissionalismo e dedicação e por toda a ajuda que me deu ao longo deste trabalho.

A toda a minha família pelas palavras de ânimo, força e apoio incondicional ao longo de toda a realização deste trabalho, em especial aos meus pais, irmã e avó Maria.

A todos os meus amigos que sempre estiveram presentes nos bons e maus momentos e que sempre me apoiaram.

Como, por vezes não é possível referenciar toda a gente, a todos aqueles que, de alguma forma, contribuíram para elaboração deste trabalho: um muito 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.

O sistema Financeiro e o crescimento económico: Portugal e outros países da UE

Resumo

Para que uma economia possa crescer de forma sustentável, é essencial possuir um sistema financeiro sólido e capaz de suportar as suas oscilações. Na literatura académica, encontram-se autores que afirmam que o sistema financeiro exerce influência no desempenho da economia, enquanto outros defendem que não tem qualquer impacto. Há ainda aqueles que concluem que existe tal impacto, mas que este depende do nível de desenvolvimento dos países em causa.

Assim, esta investigação tem como intuito estudar esta mesma relação entre o crescimento de uma economia e o seu sistema financeiro, focando especificamente nos casos de Portugal, Alemanha, Espanha, França, Itália, Países Baixos e Reino Unido no espaço de tempo compreendido entre 1996 e 2021. Serão analisados indicadores económicos, tais como a taxa de crescimento do PIB *per capita*, a negociação de ações, o crédito interno, o investimento direto estrangeiro, as despesas públicas, o crescimento populacional, a taxa de inflação e o grau de abertura do país ao estrangeiro. Pretende-se compreender de forma mais aprofundada o verdadeiro efeito que cada um destes indicadores exerce na economia, e, conseqüentemente, determinar se esse efeito é efetivamente significativo.

No âmbito da análise empírica, realizam-se diversos testes globais e parciais. Os resultados indicam que o sistema financeiro dessas economias não apresenta um impacto significativo no crescimento das respetivas economias.

Palavras-Chave: Ações, Crédito, Crescimento Económico, PIB, Setor Financeiro.

The financial system and economic growth: Portugal and its allies

Abstract

For the purpose of achieving sustainable economic growth, it is imperative to establish a robust financial system that can withstand the inherent fluctuations. Within the academic literature, there are authors who assert that the financial system significantly influences the economic performance, while others argue that it bears no impact. Furthermore, certain authors conclude that such an impact exists, but its magnitude is contingent upon the level of development within respective countries.

Hence, the primary objective of this investigation is to examine the relationship between economic growth and the corresponding financial system, focusing specifically on Portugal, Germany, Spain, France, Italy, the Netherlands, and the United Kingdom between the years 1996 and 2021. By thoroughly analyzing a spectrum of economic indicators, such as the growth rate of GDP per capita, volume of traded shares, domestic credit, foreign direct investment, public expenditure, population growth, inflation rate, and degree of openness, this study aims to gain a comprehensive understanding of the actual effects exerted by each of these factors on the economy. Subsequently, it endeavors to ascertain the significance of such effects.

Within the empirical analysis framework, a multitude of comprehensive and partial tests were conducted. The findings of this study indicate that the financial system of the aforementioned economies does not exhibit a substantial impact on the growth of their respective economies.

Keywords: Credit, Economic Growth, Financial Sector, GDP, Stocks.

Índice

Agradecimentos.....	iii
Resumo.....	v
Abstract.....	vi
Índice de Figuras.....	viii
Índice de Tabelas.....	ix
Lista de Abreviatura e Siglas.....	x
1. Introdução.....	1
2. Setor financeiro.....	3
2.1. Conceitos introdutórios.....	3
2.2. Setor bancário	4
2.3. Setor financeiro europeu.....	6
3. Setor financeiro e crescimento económico.....	9
3.1. Enquadramento teórico.....	9
3.2. Trabalhos empíricos.....	11
4. Dados e Metodologia.....	20
4.1. Dados.....	20
4.2. Metodologia.....	31
4.3. Resultados.....	33
5. Conclusões.....	37
6. Referências Bibliográficas.....	40

Índice de Figuras

Figura 1: Taxa de crescimento real do PIB per capita (%).....	22
Figura 2: Ações Negociadas em % do PIB.....	23
Figura 3: Crédito doméstico ao setor privado em % do PIB.....	24
Figura 4: Abertura ao comércio internacional em % do PIB.....	25
Figura 5: Taxa de inflação.....	26
Figura 6: Investimento Direto Estrangeiro em % do PIB.....	27
Figura 7: Gastos Públicos.....	28
Figura 8: Taxa de crescimento da população em % PIB.....	29

Índice de Tabelas

Tabela 1: Variáveis dependentes e explicativas e respectivas descrições e sinais esperados...	15
Tabela 2: Fontes por variável.....	20
Tabela 3: Estatísticas Descritivas.....	30
Tabela 4: Matriz de Correlações.....	32
Tabela 5: Resultados VIF.....	34
Tabela 6: Resultados do modelo de regressão.....	36

Abreviações e Siglas

ABE - Autoridade Bancária Europeia

AN – Ações Negociadas

BCE - Banco Central Europeu

CD – Crédito Doméstico

CP – Curto prazo

EA – Efeitos Aleatórios

EF – Efeitos Fixos

FMI – Fundo Monetário Internacional

GP – Gastos Públicos

IDE – Investimento Direto Estrangeiro

IF – Instituição Financeira

INF – Inflação

LP – Longo prazo

MMQ - Método dos Mínimos Quadrados

MUS – Mecanismo Único de Supervisão

NPL – *Non-Performing Loans*

PIB – Produto Interno Bruto

VIF – Fator de Inflação da Variância

UE – União Europeia

1. Introdução

Esta tese pretende estudar a relação entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento da economia, um tema que é atualmente de extrema relevância. O sistema financeiro engloba o conjunto de instituições financeiras que desempenham, essencialmente, a função de canalizar poupanças para posterior investimento nos mercados financeiros, materializado através da compra e venda de produtos financeiros. A literatura académica não apresenta uma opinião consensual sobre esta temática: existem fortes argumentos que sustentam a existência de uma relação causal - Goldsmith (1969), Afonso e Blanco-Arana (2018), Lan Khanh Chu (2020), - enquanto outros autores defendem que essa relação apenas se verifica em economias desenvolvidas, perdendo força em economias menos desenvolvidas - Deidda e Fattouth (2002).

Botev, Égert e Jawadi (2019) salientam a importância do crédito concedido pelo sistema financeiro ao setor privado, do volume do mercado de ações e do número de sucursais bancárias existentes num país. Este estudo aprofunda a interdependência entre o crescimento económico e o sistema financeiro, permitindo uma caracterização mais detalhada deste último. Lan Khanh Chu (2020) foca-se mais no impacto do mercado de ações e, no modelo econométrico estudado, conclui que este efetivamente exerce um impacto positivo no crescimento da economia.

No entanto, ainda existe uma escassez de pesquisa sobre a identificação dos efeitos diretos de cada um desses mercados financeiros - bolsa e banca - no crescimento económico. Deste modo, este estudo tem como objetivo principal contribuir para a literatura, investigando se os mercados financeiros - o mercado de capitais e o mercado bancário - tem impacto no crescimento de economias.

Este trabalho revela-se pertinente por dois principais motivos: 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 mais pesquisas são necessárias sobre estes países, os quais, sendo os maiores parceiros económicos de Portugal, afetam diretamente a economia portuguesa.

O trabalho tem como objetivo estudar o crescimento económico face à evolução cronológica entre 1996 e 2021 dos sistemas financeiros de Portugal, Alemanha, Espanha, França, Itália, Países Baixos e Reino Unido. A escolha de estudar este tema sobre estes países baseia-se na sua relevância como principais parceiros comerciais, medido pelo nível de importações e exportações conforme indicado pelos dados obtidos através do Pordata. De forma a estudar o sistema financeiro, foram escolhidas as variáveis “crédito doméstico” e “mercado de ações”, para representar o mercado bancário e o mercado acionista respetivamente, e algumas variáveis de controlo de forma a ter em conta as diferenças das sete economias.

Importa destacar que este é um tema que suscita um amplo debate, razão pela qual este trabalho visa acrescentar ao conhecimento e os estudos existentes nesta área, a fim de compreender o comportamento de Portugal e dos seus principais parceiros económicos no que a este tema concerne nos últimos anos.

O presente trabalho apresenta mais cinco capítulos, os quais se dividem em subcapítulos. No segundo capítulo, procede-se ao enquadramento do sistema financeiro em si, explicando os seus conceitos principais e respetivo contexto histórico dos países em questão. O terceiro capítulo resume-se à revisão da literatura referente ao objeto de estudo, procurando salientar os trabalhos mais relevantes na literatura, tanto teóricos como empíricos, assim como os seus resultados. O capítulo quatro aborda o processo empírico, sendo apresentados os dados a serem estudados e a metodologia adotada através da descrição do modelo econométrico a estimar e das principais variáveis a incluir no modelo, terminando com a análise dos resultados obtidos. Por fim, no quinto capítulo são apresentadas as principais conclusões do estudo.

2. Setor financeiro

2.1. Conceitos introdutórios

O sistema financeiro consiste no conjunto de instituições financeiras, instrumentos e mercados que viabilizam a circulação do dinheiro e a transferência de recursos entre indivíduos, empresas e governos. As instituições financeiras englobam bancos comerciais, seguradoras, sociedades financeiras e cooperativas de crédito, enquanto os mercados financeiros abrangem ações, títulos, câmbio e *commodities*.

As principais entidades que compõem o sistema financeiro incluem bancos comerciais, cooperativas de crédito, instituições financeiras não bancárias, como corretoras de valores e financeiras, além de autoridades reguladoras, como o banco central e as comissões de valores mobiliários. Os instrumentos financeiros englobam títulos de dívida, como letras do tesouro, ações, fundos de investimento, contratos de câmbio e derivativos financeiros. Estes instrumentos são negociados nos mercados financeiros, como bolsas de valores e mercado de balcão organizado.

O sistema financeiro da União Europeia (UE) representa um dos maiores e mais integrados do mundo, caracterizado por uma ampla rede de instituições financeiras, mercados e instrumentos financeiros. Os principais órgãos reguladores do sistema financeiro da UE são o Banco Central Europeu (BCE) e a Autoridade Bancária Europeia (ABE).

O BCE desempenha um papel central na definição da política monetária da UE, além de exercer a supervisão dos bancos situados na Zona Euro. A ABE, por sua vez, assume a responsabilidade de salvaguardar a estabilidade financeira no setor bancário da UE, promovendo uma supervisão bancária coerente e eficaz em toda a União.

Embora o Reino Unido tenha formalmente deixado a UE em janeiro de 2020, o seu sistema financeiro mantém-se altamente desenvolvido e integrado com o da UE. Muitas instituições financeiras sediadas em Londres continuam a gerir clientes tanto dentro da UE como em todo o mundo. No entanto, após o processo de saída conhecido como Brexit, o Reino Unido estabeleceu a sua própria regulação financeira, tornando-se independente das normas e regulamentos da UE.

2.2 Setor bancário

O sistema bancário é composto por um conjunto de instituições financeiras que oferecem uma variedade de serviços bancários, incluindo a captação de depósitos, a concessão de empréstimos, a emissão de cartões de crédito e débito, entre outros. Os bancos desempenham um papel central no sistema bancário, oferecendo serviços regulamentados por órgãos supervisores e autorizados pelo governo para operar. Isso inclui a gestão de contas-correntes, a disponibilização de cartões de crédito e débito, a realização de transferências bancárias e outras atividades relacionadas.

Além dos bancos comerciais, outras instituições também fazem parte do sistema bancário, tais como cooperativas de crédito, bancos de investimento e bancos de desenvolvimento, entre outros. Cada uma dessas instituições possui funções específicas no sistema financeiro, contribuindo para a intermediação dos recursos financeiros e para a disponibilidade de crédito para indivíduos e empresas, de uma forma customizada aos propósitos socioeconômicos que tem por missão servir.

O sistema bancário desempenha um papel crucial na economia, facilitando a circulação de recursos financeiros e garantindo a disponibilidade de crédito para diversos agentes económicos. No entanto, os bancos também podem representar riscos para a estabilidade financeira, como a possibilidade de falência ou a ocorrência de crises financeiras. Por esse motivo, a regulação e a supervisão adequadas são fundamentais para mitigar esses riscos e garantir a estabilidade do sistema bancário.

No início do século XX, emergiram diferentes tipos de instituições bancárias que desempenhavam funções específicas no sistema financeiro. Os bancos emissores surgiram como entidades responsáveis pelo monopólio da emissão de notas. Os bancos comerciais, por sua vez, possuíam grandes carteiras de depósitos e clientes, enquanto as grandes casas bancárias realizavam operações financeiras de grande importância. Além disso, havia as instituições parabancárias, cujo propósito era fornecer empréstimos a pessoas com maiores necessidades financeiras.

Atualmente, as autoridades monetárias na União Europeia são compostas pelo Banco Central Europeu (BCE), o Sistema Europeu de Bancos Centrais e o Eurosistema. No caso de Portugal, o Banco de Portugal desempenha um papel relevante como autoridade monetária.

O BCE, como emissor da moeda única para a Zona Euro, tem a responsabilidade de definir a política monetária e cambial. Além disso, os bancos centrais nacionais dos Estados-membros são obrigados a fornecer ao BCE uma série de informações estatísticas relevantes. Essa cooperação estatística é crucial para a monitorização e a compreensão da evolução do sistema financeiro e da economia na União Europeia.

A atividade desenvolvida pelo Banco Central Europeu (BCE) assenta em diferentes bases e enquadramentos fundamentais:

- Responsabilidade global – Como o núcleo do Eurossistema, o BCE está encarregue de garantir a execução das atribuições conferidas a este sistema, seja por meio de suas próprias atividades ou dos bancos centrais nacionais;
- Competência regulamentar – O BCE possui poderes para celebrar acordos com terceiros e adotar disposições legais necessárias para cumprir as atribuições do Eurossistema, tais como orientações, instruções e decisões;
- Independência – O BCE goza de plena independência constitucional na realização de suas atribuições e deveres, não podendo receber instruções de instituições ou organismos comunitários, governos dos Estados membros ou qualquer outra entidade;
- Responsabilidade e Transparência – O BCE deve agir de forma aberta, clara e independente, justificando suas ações e responsabilizando-se pelo seu desempenho. O BCE é obrigado a publicar a situação financeira consolidada do Eurossistema semanalmente, relatórios trimestrais sobre a atividade do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e a política monetária do ano anterior e em curso, além do Boletim Mensal traduzido para as línguas oficiais da União Europeia;
- Controlo judicial – Os atos e omissões do BCE estão sujeitos à revisão e interpretação pelo Tribunal de Justiça. No entanto, para proteger suas prerrogativas, o BCE tem o direito de ser parte perante o Tribunal de Justiça;
- Órgãos de decisão do BCE – o Conselho, formado pelo presidente, vice-presidente, quatro membros da Comissão Executiva e pelos governadores dos bancos centrais nacionais dos Estados membros que adotaram o Euro; a Comissão Executiva, composta pelo presidente, vice-presidente e quatro outros membros; e o Conselho Geral, formado pelo presidente, vice-presidente e pelos governadores dos bancos

centrais nacionais dos Estados membros da União Europeia (27 membros à presente data).

A atividade bancária tem desempenhado, ao longo do tempo, uma função imprescindível no funcionamento de qualquer economia. Com efeito, alguns dos agentes económicos possuem poupanças em excesso e não estão dispostos ou não sabem como aplicá-las, enquanto outros, por outro lado, não dispõem de recursos financeiros suficientes, mas têm motivação para efetuar determinados investimentos, tanto nas operações de tesouraria como nos investimentos de longo prazo, assumindo, obviamente, os respetivos riscos.

Cabe então aos bancos pôr em contacto estes dois tipos de agentes económicos, designados por poupadores e investidores. Para tal, os bancos procedem à captação da poupança disponível junto dos poupadores, remunerando-os com juros, e, posteriormente, canalizam esses recursos para os investidores, recebendo destes um determinado rendimento.

2.3 Setor financeiro europeu

O sistema financeiro europeu passou por significativas transformações entre os anos de 1996 e 2021, refletindo os desafios e as mudanças ocorridas na economia global e nas políticas regulatórias. Durante esse espaço de tempo, várias reformas foram implementadas visando promover a estabilidade financeira, fortalecer a integração dos mercados financeiros e melhorar a supervisão e a governança das instituições financeiras. Nesta análise, são examinadas as principais características e evoluções do sistema financeiro europeu nesta altura.

Na década de 1990, a UE iniciou um processo de aprofundamento da integração financeira, impulsionado pelo Tratado de Maastricht de 1992, que estabeleceu a União Económica e Monetária. Um marco fundamental desse processo foi a criação da moeda única, o Euro, em 1999, seguido pela adoção física das notas e moedas em 2002. Essa mudança teve um impacto significativo no sistema financeiro, especialmente nos países que aderiram à moeda única, promovendo a convergência dos mercados financeiros e a eliminação das barreiras monetárias.

Ao longo desse espaço de tempo, observou-se uma consolidação e concentração no setor bancário europeu. Grandes bancos nacionais expandiram suas atividades por meio de aquisições e fusões, formando grupos bancários transnacionais. Essa consolidação foi impulsionada pela busca de economias de escala, pela maior eficiência operacional e pela necessidade de enfrentar a crescente concorrência global. Como resultado, o setor bancário europeu tornou-se mais integrado e interligado, com bancos operando em múltiplos países e oferecendo uma ampla gama de serviços financeiros.

Paralelamente, os mercados financeiros da UE também passaram por mudanças significativas. O mercado de capitais desenvolveu-se, proporcionando uma alternativa ao financiamento bancário tradicional. As bolsas de valores modernizaram-se e adotaram sistemas eletrônicos de negociação, aumentando a eficiência e a transparência dos mercados.

No entanto, a crise financeira global de 2008 trouxe desafios consideráveis ao sistema financeiro europeu. A crise revelou fragilidades nas instituições financeiras, destacando a necessidade de uma supervisão e regulação mais rigorosas. Como resposta, foram adotadas medidas para fortalecer a supervisão bancária e melhorar a gestão de riscos, com destaque para a criação da Autoridade Bancária Europeia (ABE) em 2011. Além disso, o BCE assumiu um papel mais ativo na supervisão das instituições financeiras através do Mecanismo Único de Supervisão (MUS), estabelecido em 2014.

Nos anos posteriores à crise, as políticas monetárias expansionistas foram adotadas para estimular a economia europeia, com taxas de juros historicamente baixas e estímulos monetários como programas de compra de ativos pelo BCE. Essas medidas visavam impulsionar o crescimento económico e combater a deflação, no entanto, também geraram desafios, como a compressão das margens de lucro dos bancos e a busca por rendimentos num ambiente de taxas de juros extremamente baixas.

Uma outra mudança importante no sistema financeiro europeu foi a introdução de novas regulamentações e diretrizes para fortalecer a estabilidade financeira e a proteção dos consumidores. O conjunto de regulamentos conhecido como Basileia III foi implementado na UE, estabelecendo requisitos de capital mais rigorosos para os bancos, a fim de aumentar

a sua resiliência e capacidade de absorver perdas. Introduziu-se também medidas para melhorar a transparência e a proteção dos investidores, como a Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (MiFID II) e o Regulamento Geral de Proteção de Dados (GDPR).

Além disso, o sistema financeiro europeu enfrentou desafios relacionados à governança e à ética. Escândalos envolvendo instituições financeiras, como manipulação de taxas de juros e lavagem de dinheiro, destacaram a necessidade de uma cultura de integridade e responsabilidade no setor. As autoridades reguladoras e os órgãos de supervisão intensificaram os esforços para promover a conformidade regulatória e combater práticas ilícitas, impondo multas e implementando mecanismos de monitoramento mais rigorosos.

No contexto da UE, o sistema financeiro também teve de lidar com a saída do Reino Unido da União Europeia, conhecida como Brexit. Essa mudança teve implicações significativas para as instituições financeiras baseadas no Reino Unido e para os mercados financeiros europeus como um todo. Novas estruturas e regulamentos foram estabelecidos para lidar com a transição, incluindo acordos de equivalência que permitem o acesso limitado aos serviços financeiros entre o Reino Unido e a UE.

Em termos de digitalização, o avanço da tecnologia teve um impacto significativo no sistema financeiro europeu. O surgimento das *fintechs*, das criptomoedas e a crescente adoção de serviços financeiros digitais transformaram a forma como as pessoas realizam transações, gerenciam suas finanças e acedem serviços bancários. Essa transformação digital trouxe benefícios em termos de conveniência e eficiência, mas também levantou preocupações relacionadas à segurança cibernética e proteção de dados.

Em resumo, entre os anos de 1996 a 2021, o sistema financeiro europeu passou por uma série de transformações, impulsionadas por fatores como a integração da UE, a crise financeira global, a evolução regulatória e as mudanças tecnológicas. Deu-se uma maior integração do sistema financeiro, com uma maior concentração bancária e uma maior diversificação dos serviços financeiros. As reformas regulatórias foram implementadas para fortalecer a estabilidade financeira, melhorar a governança e proteger os consumidores. No entanto, desafios persistem, como a necessidade contínua de supervisão eficaz, a adaptação às mudanças tecnológicas e a garantia da integridade e ética no setor financeiro.

3. Setor financeiro e crescimento económico

Esta secção encontra-se estruturada em duas partes distintas: a primeira consiste no estudo de trabalhos teóricos, fornecendo um contexto relevante sobre o tema em questão, sem entrar em detalhes excessivos, a segunda parte versa sobre trabalhos empíricos que efetivamente recolhem dados e os submetem a testes.

3.1 Enquadramento teórico

A relação entre o setor financeiro e o crescimento económico tem sido objeto de pesquisa por diversos autores. De acordo com Schumpeter (1911), o sistema financeiro desempenha um papel fundamental no impacto do crescimento económico, uma vez que disponibiliza recursos financeiros para a criação de novas empresas e a implementação de inovações tecnológicas. Contudo, o papel desempenhado pelo sistema financeiro pode ter tanto efeitos positivos quanto negativos, dependendo da sua estrutura e regulação. O autor argumentou que o sistema financeiro é um importante facilitador da atividade empreendedora, uma vez que permite aos empresários aceder aos recursos necessários para financiar os seus projetos. Além disso, o sistema financeiro possibilita também a expansão e o crescimento das empresas, através da emissão de ações e títulos ou do acesso a empréstimos bancários.

No entanto, o autor também alertou para a possibilidade de o sistema financeiro tornar-se um obstáculo ao crescimento económico quando é dominado por grandes oligopólios financeiros que controlam o acesso aos recursos financeiros. Nesse cenário, essas empresas podem limitar a entrada de novas empresas e inovações no mercado financeiro (efeito *crowding out*), restringindo o potencial de crescimento económico. Por conseguinte, o autor argumentou que a regulação adequada do sistema financeiro é essencial para garantir o seu funcionamento eficiente e contribuir para o crescimento económico. Isso implica a implementação de políticas que promovam a competição e a entrada de novas empresas no mercado financeiro, bem como políticas que assegurem que o sistema financeiro aloque recursos para projetos inovadores com elevado potencial de crescimento. Em suma, a argumentação do autor baseia-se na importância da evolução tecnológica para o

crescimento económico, destacando a necessidade de um sistema financeiro regulado de forma a apoiar essa evolução.

Nesse sentido, Hicks (1969) sustenta que as instituições financeiras desempenham um papel facilitador do crescimento económico através da formação de capital. A sua principal função é melhorar o acesso à liquidez ao longo do horizonte temporal dos investimentos, de modo que os projetos possam gerar retornos elevados, mantendo os clientes comprometidos no investimento conjunto.

Tal como Schumpeter (1911), também Goldsmith (1969) e McKinnon (1973) defendiam que o sistema financeiro poderia desempenhar um papel impulsionador do crescimento económico. Goldsmith (1969) argumentava que o sistema financeiro é um componente fundamental para o desenvolvimento económico de um país. O autor sustentava que um sistema financeiro eficiente e bem desenvolvido é capaz de mobilizar a poupança interna, direcionando recursos para investimentos produtivos que podem impulsionar o crescimento económico. Enfatizava também a importância do acesso ao crédito para que as empresas invistam em novos projetos e para que os indivíduos adquiram bens duráveis, como imóveis e automóveis. De acordo com ele, o sistema financeiro deve fornecer um ambiente propício para o desenvolvimento do mercado de crédito, com taxas de juros baixas e condições de financiamento acessíveis. Da mesma forma, McKinnon (1973) também argumentava que a falta de crédito bancário restringe a capacidade dos empreendedores de investir em novos projetos e expandir seus negócios. Propunha, então, que o governo deveria liberalizar o setor bancário, reduzir a regulamentação e aumentar a competição, a fim de permitir que os bancos ofereçam mais empréstimos a taxas de juros mais baixas.

Por outro lado, existe uma teoria - a teoria da "convergência", que argumenta que o desenvolvimento do sistema financeiro é impulsionado pelo processo de convergência entre países com diferentes níveis de desenvolvimento económico. Conforme essa teoria, os países mais pobres tendem a ter sistemas financeiros menos desenvolvidos, enquanto os países mais ricos possuem sistemas financeiros mais sofisticados. No entanto, à medida que os países mais pobres crescem e se aproximam dos países mais ricos em termos de desenvolvimento económico, eles tendem também a desenvolver sistemas financeiros mais sofisticados.

Uma outra teoria recente que aborda a interação entre o crescimento económico e o sistema financeiro é a teoria do "crescimento financeiro endógeno". Esta teoria propõe que o desenvolvimento do setor financeiro pode influenciar o crescimento económico, uma vez que a disponibilidade de crédito e investimento afeta a capacidade das empresas de investirem em inovação e tecnologia. Além disso, a competição no setor financeiro pode impactar o acesso das empresas a financiamento mais acessível e eficiente.

Uma teoria mais recente que explora a mesma temática é a teoria da "tecnologia financeira" ou "*fintech*", que tem ganhado destaque nos últimos anos. A tecnologia financeira refere-se à aplicação de tecnologia para inovar e melhorar os serviços financeiros, desde pagamentos eletrónicos e empréstimos entre pares até gestão de património e seguros. Essa teoria sugere que o crescimento económico pode ser impulsionado pelo aumento da adoção de tecnologias financeiras, as quais podem reduzir os custos de transação, aumentar a eficiência e promover a inclusão financeira.

No entanto, os autores realçam que a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento económico não é totalmente clara e que são necessários mais estudos para estabelecer uma causalidade direta e inequívoca.

3.2 Trabalhos empíricos

Nguyen, Le, Ho, Nguyen e Vo (2022) realizaram o seu estudo para 22 mercados emergentes e confirmaram a existência de uma relação de longo prazo e linear entre desenvolvimento financeiro e crescimento económico. Concluem que o desenvolvimento financeiro geralmente tem um efeito positivo sobre o crescimento económico nos mercados emergentes e as políticas de apoio ao desenvolvimento financeiro também apoiam o crescimento económico nos mercados emergentes. Como resultado, e conforme os autores, para os mercados emergentes, estender o desenvolvimento financeiro parece ser uma forma eficaz de apoiar o crescimento económico.

Já King e Levine (1993) concluem que as quatro variáveis *proxy* que estudaram - profundidade financeira, importância relativa dos bancos em relação aos bancos centrais, crédito alocado a empresas privadas não financeiras (%) e crédito ao setor privado em % do

PIB – geram coeficientes positivos e significativos quando a variável dependente é um dos indicadores de crescimento. Não apenas os coeficientes são significativos, mas também os tamanhos dos coeficientes implicam que as ligações entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento podem ser economicamente importantes.

Levine (1998) deriva um modelo onde mercados de ações mais líquidos - mercados onde é menos caro negociar ações - reduzem os desincentivos para investir em projetos de longa duração porque os investidores podem facilmente vender a sua participação no projeto se precisarem das suas economias antes do projeto amadurecer. A maior liquidez, portanto, facilita o investimento em projetos de longo prazo e maior retorno que impulsionam o crescimento da produtividade. De acordo com Levine e Zervos (1998), esses modelos de liquidez e risco, no entanto, também implicam que a maior liquidez e a integração do mercado internacional de capitais afetem de forma ambígua as taxas de poupança. De facto, retornos mais altos e melhor compartilhamento de riscos podem induzir as taxas de poupança a cair o suficiente para que o crescimento geral desacelere com mercados financeiros mais líquidos e internacionalmente integrados. Mais ainda, os autores reiteram que uma gestão de governo mais fraca impede a alocação efetiva de recursos e retarda o crescimento da produtividade.

Uma teoria que defende que o sistema financeiro é uma força do crescimento económico é a teoria do desenvolvimento financeiro e industrial, que sugere que o desenvolvimento do setor secundário e o surgimento de novas indústrias são suportados pelo desenvolvimento do setor financeiro. Essa teoria realça que o setor financeiro pode desempenhar um papel particularmente importante no estabelecimento de novas empresas, mesmo dentro de setores já estabelecidos, desde que essas empresas sejam fontes de novas ideias. Ou seja, o sistema financeiro pode ter um impacto significativo no crescimento económico, especialmente no que diz respeito à inovação e ao empreendedorismo, desempenhando um papel crucial ao fornecer capital para empresas com projetos inovadores que enfrentam dificuldades em obter financiamento por outras fontes.

É igualmente válido mencionar que o mercado de ações desempenha um papel relevante no crescimento económico real, como indicado pelo estudo realizado por Prochniak e Wasiak (2017). Estes pesquisadores analisaram os dados de 28 países da União Europeia e 34 países da OCDE de 1993 a 2013, incluindo os anos da crise do *subprime* que afetou o setor

financeiro e a economia mundial. Eles afirmam que existe uma relação positiva, porém não linear, entre o PIB e o desempenho do mercado financeiro, como evidenciado pela capitalização de mercado de ações e o volume de ações transacionadas. No entanto, quando essas variáveis atingem um determinado ponto, torna-se evidente a aplicação da lei dos rendimentos decrescentes, e elas deixam de estimular o crescimento do PIB. No que diz respeito às instituições de crédito tradicionais, o estudo demonstra claramente que um setor financeiro excessivamente dimensionado (ou seja, com concessão excessiva de crédito ou um volume excessivo de créditos não produtivos) tem um impacto negativo no crescimento do PIB. As autoras utilizam variáveis como créditos não produtivos (também conhecidos como *non-performing loans* ou NPL) e a relação entre o capital de um banco e seus ativos, que afetam negativamente o PIB, conforme seria esperado.

Alinhado com o estudo anterior de Prochniak e Wasiak (2017), Afonso e Blanco-Arana (2018) debruçam-se sobre a dinâmica entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico no contexto de 30 países da OCDE entre 1990 e 2016, incluindo a crise do *subprime*. Segundo os autores, é possível afirmar que os três indicadores financeiros utilizados - crédito doméstico, capitalização de mercado de ações e volume de ações transacionadas - afetam positivamente o crescimento económico, impulsionando o PIB *per capita*. No entanto, entre esses três indicadores, o crédito doméstico é o que possui o maior impacto no crescimento económico.

Asteriou e Spanos (2019) também indicam que o mercado de ações possui um impacto positivo no crescimento económico nos países da OCDE, embora esse impacto seja relativamente modesto. Os autores encontraram evidências de que o mercado de ações tem um impacto mais significativo no crescimento económico de países com setores financeiros mais desenvolvidos e com uma cultura mais propícia ao empreendedorismo e à inovação.

O sistema financeiro desempenha um papel facilitador no investimento em capital físico e humano, permitindo que empresas e indivíduos tenham acesso aos recursos necessários para investir em projetos produtivos. Além disso, o sistema financeiro tem a capacidade de canalizar as poupanças para investimentos produtivos, aumentando, assim, a eficiência do capital. Outro impacto do sistema financeiro no crescimento económico é sua capacidade de facilitar o comércio internacional e o acesso aos mercados financeiros internacionais.

Isso possibilita que as empresas obtenham novas tecnologias e recursos financeiros, o que pode levar a aumentos significativos na produtividade.

Conclui-se, portanto, que há diversas perspectivas no que concerne a relação entre crescimento económico e sistema financeiro, com alguns autores defendendo que a relação causal não é significativa, enquanto outros afirmam que o sistema financeiro efetivamente impacta fortemente o crescimento económico. Assim, os indicadores mais amplamente estudados na pesquisa deste tema incluem o crédito doméstico fornecido pelo setor financeiro e o mercado de ações.

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

Autor(es)	Tipo de Dados, Anos e Região	Modelo adotado	Variável dependente	Variáveis independentes (<i>proxy</i> sistema financeiro)	Sinal Esperado	Variáveis independentes (outros controlos)	Sinal Esperado
King e Levine (1993)	Dados em painel e séries temporais; 80 países (desenvolvidos e em desenvolvimento); 1960-1989	Método dos mínimos quadrados	Taxa de crescimento do PIB real <i>per capita</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Profundidade financeira • Importância relativa dos bancos em relação aos bancos centrais • Crédito alocado a empresas privadas não financeiras (%) • Crédito ao setor privado em % do PIB. 	<p>+</p> <p>+</p> <p>+</p> <p>+</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Desemprego • Investimento • Despesas do governo • Consumo • Despesas dos consumidores • Inflação • Taxa de câmbio • Rendimento Total • Taxa de juros de depósito • Taxa de crescimento demográfico 	<p>-</p> <p>+</p> <p>-</p> <p>+</p> <p>+</p> <p>-</p> <p>+</p> <p>-</p> <p>+</p>
Levine (1998)	Dados em painel; 44 países (desenvolvidos e em desenvolvimento); 1982-1995	Método dos mínimos quadrados	Taxa de crescimento do PIB real <i>per capita</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Empréstimos concedidos • Títulos emitidos pelo governo • Valor de mercado das ações • Nº de instrumentos financeiros negociados em bolsa 	<p>+</p> <p>+</p> <p>+</p> <p>+</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Inflação • Taxa de juros real • Tamanho do Governo • Taxa de investimento • IDE • Gastos com educação • Gastos com saúde 	<p>-</p> <p>-</p> <p>-</p> <p>+</p> <p>+</p> <p>+</p> <p>+</p>
Rioja e Valev (2004)	Dados em painel; 74 países (desenvolvidos e em desenvolvimento); 1960-1995	Modelo de efeitos fixos.	Taxa de crescimento do PIB real <i>per capita</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Crédito Privado • Títulos emitidos pelo governo • Ativos detidos por bancos comerciais. 	<p>+</p> <p>+</p> <p>+</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Anos médios de escolaridade • Rendimento inicial <i>per capita</i> • Gastos Públicos • Grau de abertura • Taxa de Inflação • <i>Black market premium</i> 	<p>+</p> <p>-</p> <p>-</p> <p>+</p> <p>-</p> <p>-</p>

Mariusz Prochniak e Katarzyna Wasiak (2017)	Dados em painel; 28 países da UE e 34 OCDE; 1993–2013	Método dos mínimos quadrados	Taxa de crescimento anual do PIB	<ul style="list-style-type: none"> • Crédito doméstico fornecido pelo setor financeiro em % do PIB • (...) 	-	<ul style="list-style-type: none"> • PIB inicial • Taxa de inflação (%) • Crescimento populacional (%) • Taxa de investimento em % do PIB • Taxa de fertilidade • Expetativa de vida ao nascer (anos) • População de 15 a 64 anos (%) • Grau de abertura • Gastos públicos • Crise 	+ - + + + + - -
Afonso e Blanco-Arana (2018)	Dados em painel; 30 países da OCDE; 1999-2016	Modelo de efeitos aleatórios	PIB real <i>per capita</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Crédito doméstico fornecido pelo setor financeiro em % do PIB • Capitalização de mercado de empresas domésticas em % do PIB • Turnover de ações (%) 	+ + +	<ul style="list-style-type: none"> • Taxa de inflação • Taxa de desemprego • Gastos públicos • Crise. 	- - + -
Slesman, Baharums hah, e Azman-Saini, (2019)	Dados em painel; 77 países em desenvolvimento; 1975-2010	Modelo de regressão de limiar de painel	Log da taxa do PIB real <i>per capita</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Crédito privado • Crédito bancário • Obrigações • Ativos dos bancos comerciais 	+ + + +	<ul style="list-style-type: none"> • Crescimento da população • Taxa de Investimento • Ensino Secundária 	+ + +

Asteriou e Spanos (2019)	Dados em painel; 26 países da UE; 1990–2016	Modelo de regressão de efeitos fixos e efeitos aleatórios	Taxa de crescimento anual do PIB	<ul style="list-style-type: none"> • Obrigações - • Ativos dos bancos comerciais + • Volume do mercado de ações + • Turnover do mercado de ações + 	<ul style="list-style-type: none"> • Taxa de inflação - • IDE - • Grau de abertura +
Botev, Égert e Jawadi (2019)	Dados em painel; 100 países (desenvolvidos e em desenvolvimento); 1990-2012	Modelo de painel não linear	Taxa do PIB real <i>per capita</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Crédito à economia doméstica +/- • Crédito privado +/- • Volume do mercado de ações + • Sucursais bancárias <i>per capita</i> +/- 	<ul style="list-style-type: none"> • Taxa de inflação - • IDE + • Grau de abertura + • Crescimento da população - • Capital Humano +
Cong Nguyen, Ngoc Vu, Hong Vo e Thi-Thieu Ha (2019)	Dados em painel; 21 países em desenvolvimento; 1961-2017	Modelo de regressão de efeitos fixos	Coeficiente de Gini	<ul style="list-style-type: none"> • Crédito doméstico ao setor privado + • Crédito doméstico ao setor privado por bancos + • Crédito doméstico ao setor privado pelo sistema financeiro + • Capitalização do mercado de ações + • Index de desenvolvimento financeiro + 	<ul style="list-style-type: none"> • Taxa do PIB real <i>per capita</i> - • Taxa de inflação - • Gastos Públicos -
Lan Khanh Chu (2020)	Dados em painel; 99 países (desenvolvidos e em desenvolvimento); 1971-2015	Método generalizado dos momentos	Taxa de crescimento anual do PIB real <i>per capita</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Volume do mercado de ações + • Atividade do mercado de ações + • <i>Turnover</i> do mercado de ações + 	<ul style="list-style-type: none"> • PIB real inicial - • Gastos Públicos +/- • Grau de Abertura + • Anos médios de escolaridade + • Taxa de inflação -

Zhu, Asimakopulo e Kim (2020)	Dados em painel; 50 países (desenvolvidos e em desenvolvimento); 1990-2016	Modelo de equações simultâneas	Taxa de crescimento do PIB real <i>per capita</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Crédito Privado + • Crédito bancário + • Crédito doméstico + • Obrigações + • Inovação + 	<ul style="list-style-type: none"> • Investimento em infraestrutura + • Investimento em I&D + • Saldo comercial + • Gastos públicos em educação + • Gastos públicos em saúde + • Gastos públicos em defesa + • % População urbana + • Índice de liberdade económica +
Cave, Chaudhuri e Kumbhakar (2020)	Dados em painel; 101 países (desenvolvidos e em desenvolvimento); 1990-2014	Modelo de múltiplos indicadores e múltiplas causas	Taxa de crescimento anual do PIB real <i>per capita</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Crédito privado + • Rácio de turnover + • Obrigações + • Depósitos do sistema financeiro + 	<ul style="list-style-type: none"> • Tx de crescimento da população - • Poupança + • Linhas de telefone p/ 100 pessoas + • Taxa de inflação - • IDE + • Grau de abertura + • % Residentes Áreas Rurais -
Swamy e Dharani (2021)	Dados de séries temporais; países do G7; 1983-2013	Modelo de limiar (threshold)	<p>Taxa de crescimento anual do PIB real <i>per capita</i></p> <p>Taxa de crescimento anual do PIB real</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Crédito privado; + • Crédito privado por bancos; + • Crédito privado cedido pelo setor financeiro; + • Capitalização bolsista de empresas cotadas - 	<ul style="list-style-type: none"> • Dependência de idade - • Índice de liberdade económica - • IDE + • Gastos nacionais brutos + • Taxa de inflação - • Oferta de moeda + • Crescimento do rendimento nacional + • Crescimento da população + • Taxa de juro real + • Grau de abertura + • Desemprego -

Nguyen, Le, Ho, Nguyen e Vo (2022)	Dados em painel; 22 países em desenvolvimento; 1980-2020	Modelo de efeitos fixos e modelo de efeitos aleatórios	Taxa de crescimento anual do PIB real <i>per capita</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Index do desenvolvimento + financeiro; • Obrigações • Ativos detidos por bancos comerciais • Depósitos do sistema financeiro • Capitalização do mercado de ações • Volume do mercado de ações • <i>Turnover</i> do mercado de ações 	<ul style="list-style-type: none"> • Gastos públicos - • Taxa de inflação - • Capital Humano - • Grau de abertura -
---	--	--	---	---	---

1

Fonte: Elaboração própria

A tabela apresentada explicita alguns dos trabalhos mais relevantes que se aborda neste estudo. A informação está dividida por autor, países abordados no estudo, variável dependente estudada, variáveis independentes e ainda os resultados esperados.

4. Dados e metodologia

4.1. Dados

Após a revisão da literatura, o presente trabalho empírico busca responder à questão de investigação proposta, estudando a relação entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico. Nas secções subsequentes, é descrita a base de dados construída para a análise empírica, incluindo as variáveis e a amostra utilizada. Além disso, serão apresentadas as definições das variáveis utilizadas neste estudo e, por fim, o modelo econométrico adotado.

Com base nos estudos mencionados na revisão da literatura, seleciona-se as variáveis socioeconómicas – proxy do sistema financeiro e variáveis de controlo - que podem influenciar o crescimento económico e que serão utilizadas no modelo empírico. Para isso, é utilizada a base de dados retirada do *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
Taxa de crescimento do PIB <i>per capita</i>		1996 a 2021
Ações Negociadas em % do PIB		1996 a 2021*
Crédito doméstico ao setor privado em % do PIB		1996 a 2021**
Abertura ao comércio internacional em % do PIB	<i>World Bank Group</i>	1996 a 2021
Taxa de inflação	<i>Database</i>	1996 a 2021
Investimento Direto Estrangeiro em % do PIB		1996 a 2021
Log (Gastos Públicos)		1996 a 2021***
Taxa de Crescimento da População		1996 a 2021

*Para a variável “Ações Negociadas em % do PIB”, não foram encontrados dados para França, Itália, Países Baixos, Portugal e Reino Unido nos anos de 2016 a 2021, para a Alemanha e Espanha em 2021.

**Para a variável “Crédito doméstico ao setor privado em % do PIB” não foram encontrados dados para França, Itália, Países Baixos, Portugal, Alemanha e Espanha nos anos de 1996 a 2000 e 2021, para o Reino Unido em 2021.

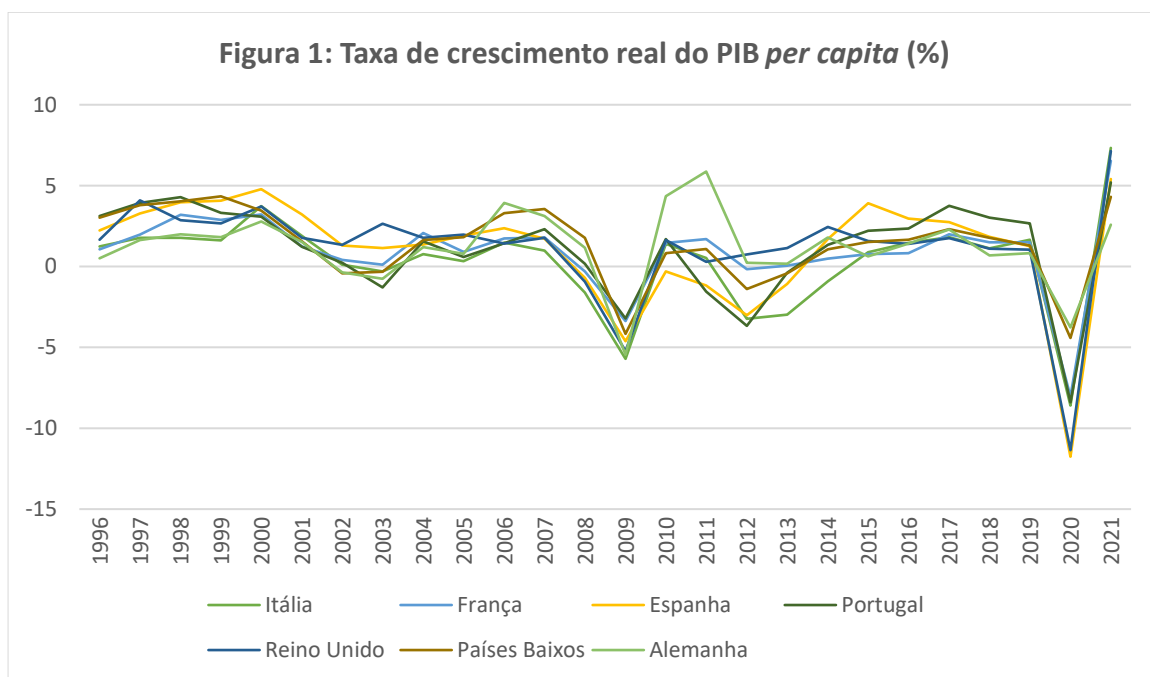
*** Para a variável “Gastos Públicos”, não foram encontrados dados para Alemanha, França, Itália, Países Baixos, Portugal e Reino Unido no ano de 2021, para a Espanha no total.

O principal objetivo do trabalho empírico a ser desenvolvido é testar se é possível estabelecer uma associação positiva entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento de uma economia, especificamente no contexto da economia portuguesa e economias parceiras. Mais especificamente, é analisada a importância do crédito e do mercado de ações na explicação do crescimento económico dos países em estudo. Para isso, testa-se essas hipóteses utilizando um modelo econométrico, que é descrito posteriormente.

De forma a permitir um melhor conhecimento, segue-se uma breve descrição de cada variável presente no estudo.

- Taxa de Crescimento anual do PIB *per capita*:** A taxa de crescimento anual nada mais traduz do que a variação percentual do PIB *per capita* de um ano para o outro com base na moeda local constante. O PIB *per capita* é o produto interno bruto dividido pela população no meio do ano. O PIB a preços de compra é a soma do valor bruto adicionado por todos os produtores residentes na economia mais quaisquer impostos sobre produtos e menos quaisquer subsídios não incluídos no valor dos produtos. É calculado sem fazer deduções para depreciação de ativos fabricados ou para esgotamento e degradação de recursos naturais. Traduz-se na seguinte expressão:

$(g_y = \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{Y_{t+1} - Y_t}{Y_t})$ – na qual g_y representa a taxa de crescimento do PIB *per capita*, Y_t representa o nível do PIB *per capita* no ano corrente e Y_{t-1} representa o nível do PIB *per capita* no ano anterior ao corrente.



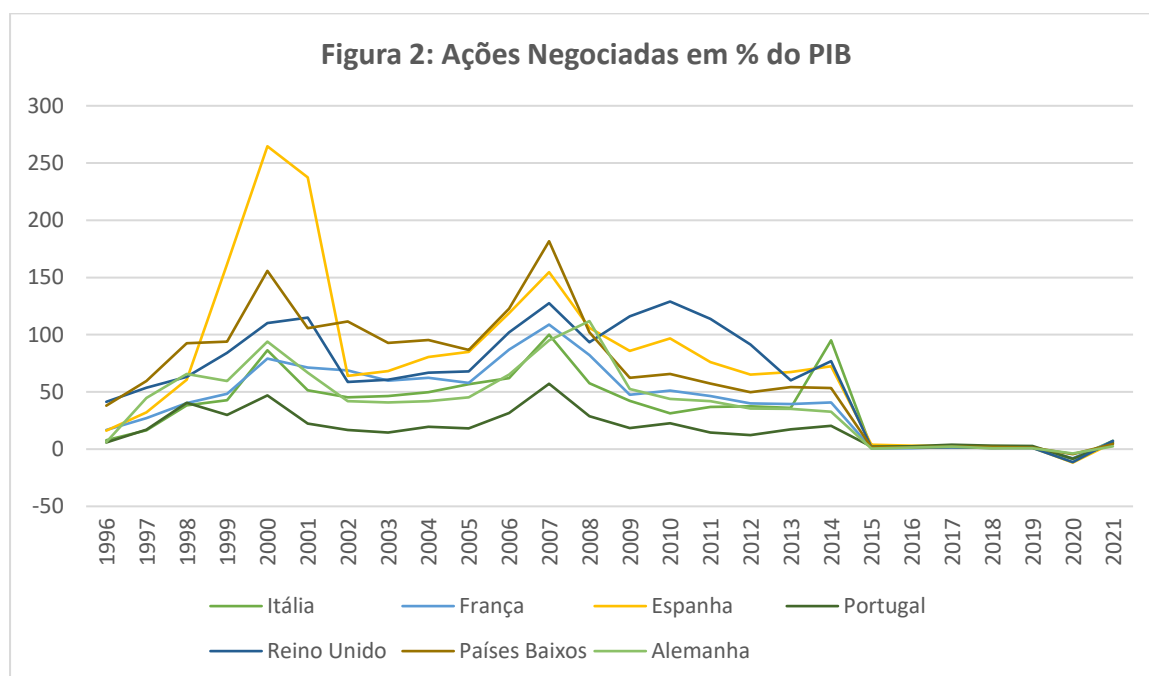
Fonte: Elaboração própria com base nos dados recolhidos no *World Bank Group*

Durante o período de 1996 a 2021, a taxa do PIB *per capita* de Portugal registou altos e baixos. Inicialmente, Portugal enfrentou um crescimento gradual até o início dos anos 2000, quando sofreu uma desaceleração económica. No entanto, a partir de meados da década de 2010, o país começou a apresentar uma recuperação gradual, impulsionada principalmente pelo turismo e exportações. Apesar disso, Portugal ainda enfrentou desafios, como a crise

económica e a austeridade fiscal durante a década de 2010. No geral, o comportamento da taxa do PIB *per capita* de Portugal ao longo desse período foi marcado por períodos de crescimento moderado intercalados com períodos de estagnação económica.

Em contraste, países como Alemanha, Espanha, França, Itália, Países Baixos e Reino Unido apresentaram uma tendência de crescimento mais estável ao longo do período analisado. Estas economias mostraram uma trajetória ascendente consistente, embora com variações de ritmo em diferentes momentos. Alemanha e Países Baixos destacaram-se pelo seu desempenho robusto e contínuo, impulsionado por seus setores industriais e exportações. Espanha e Reino Unido também tiveram um crescimento relativamente estável, com destaque para o setor de serviços e turismo. França e Itália apresentaram um crescimento mais moderado, enfrentando desafios estruturais e questões relacionadas à produtividade.

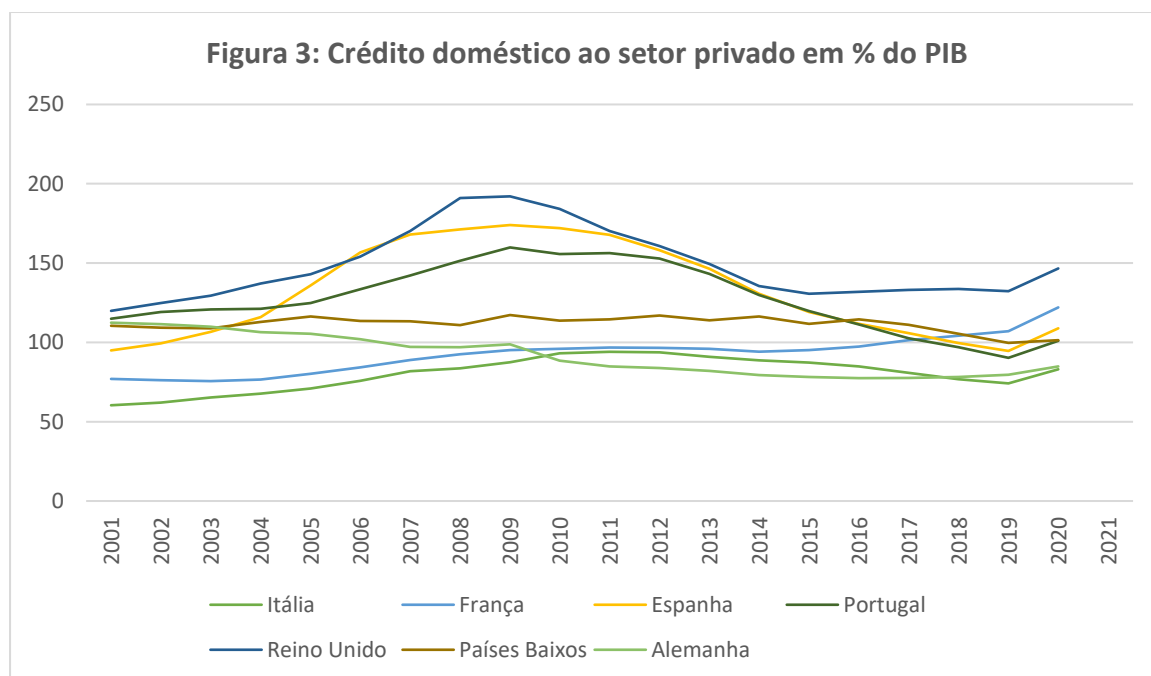
- **Ações negociadas em % do PIB:** O valor das ações negociadas é o rácio do número total de ações negociadas, nacionais e estrangeiras, multiplicado pelos respetivos preços correspondentes. Os números são contados individualmente (apenas um lado da transação é considerado). Estão incluídas nos dados as empresas admitidas à cotação.



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

Com base no gráfico, é possível inferir que o mercado de ações teve uma importância relativa maior nas economias dos países analisados no passado, mas essa importância diminuiu a partir de 2015. Esta mudança pode ser atribuída a diversos fatores, incluindo a crise da dívida grega, a desaceleração económica na China e a incerteza em relação à política monetária nos Estados Unidos da América. Esses eventos e condições macroeconómicas podem ter influenciado negativamente a confiança dos investidores e reduzido o peso do mercado de ações nas economias em questão.

- **Crédito doméstico ao setor privado em % do PIB:** O crédito interno ao setor privado refere-se a recursos financeiros fornecidos ao setor privado por empresas financeiras, como empréstimos, compras de títulos não patrimoniais e créditos comerciais e outras contas a receber, que estabelecem um pedido de reembolso. A variável estudada é o rácio deste valor pelo PIB. As sociedades financeiras incluem as autoridades monetárias e os bancos de depósitos, bem como outras sociedades financeiras para as quais existem dados disponíveis (incluindo sociedades que não aceitam depósitos transferíveis, mas incorrem em responsabilidades como depósitos a prazo e de poupança).

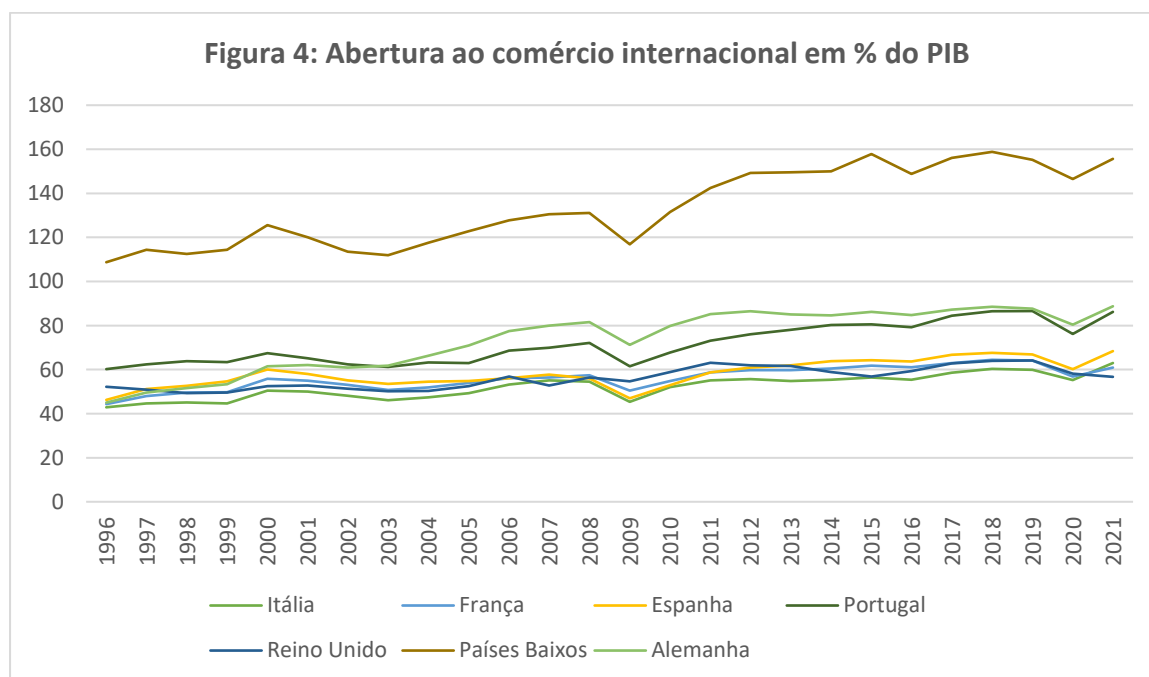


Fonte: Elaboração própria com base nos dados recolhidos no *World Bank Group*

Nos anos analisados, observa-se, de forma geral, um aumento do indicador em questão para a maioria dos países, com exceção da Alemanha e Reino Unido, que mantiveram níveis

relativamente estáveis. Portugal e Espanha apresentaram um aumento significativo no indicador desde meados dos anos 2000 até a crise financeira global em 2008-2009, quando ocorreu uma queda abrupta. Desde então, ambos os países têm apresentado uma recuperação gradual, mas ainda estão abaixo dos níveis pré-crise. A França mostrou um aumento constante do indicador até meados dos anos 2010, seguido de uma desaceleração. Já a Itália registou um aumento significativo até o início dos anos 2010, seguido por uma estagnação e uma queda gradual nos anos seguintes. Os Países Baixos tiveram um aumento constante até o início dos anos 2010, seguido de uma estagnação e uma leve queda nos anos subsequentes. Essas variações podem ser atribuídas a fatores económicos e políticos específicos de cada país durante os anos analisados.

- **Abertura ao comércio internacional em % do PIB:** O grau de abertura de um país mede a intensidade das suas ligações comerciais com o exterior e calcula-se como a soma dos fluxos de exportações e importações em percentagem do PIB.

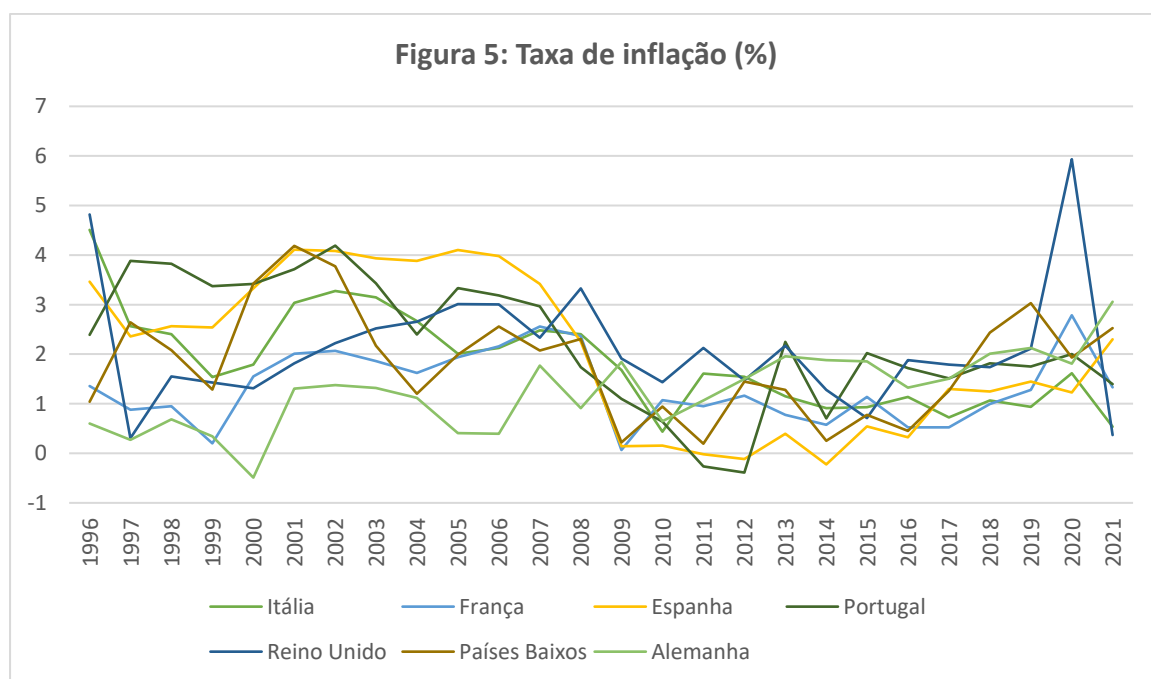


Fonte: Elaboração própria com base nos dados recolhidos no *World Bank Group*

É correto afirmar que, com o avanço da globalização e o desenvolvimento das economias, é esperado que o grau de abertura das economias aumente. No gráfico apresentado, é possível observar que os Países Baixos se destacam dos demais países, indicando que possuem um grau de abertura relativamente elevado em comparação com os outros países

analisados. Essa posição pode ser atribuída à posição geográfica dos Países Baixos, que os torna um *hub* comercial importante na Europa, além de políticas económicas e acordos comerciais favoráveis. No entanto, de uma forma geral, todos os países apresentam uma tendência positiva em relação às trocas comerciais com outros parceiros, o que indica uma maior integração económica e participação no comércio internacional.

- **Taxa de inflação (%):** A inflação medida pela taxa de crescimento anual do deflator implícito do PIB mostra a taxa de variação de preços na economia como um todo. O deflator implícito do PIB é o rácio entre o PIB a preços correntes e o PIB a preços constantes. Calcula-se através de: $(INF = \frac{Pt - Pt-1}{Pt-1} = \frac{Pt+1 - Pt}{Pt})$.

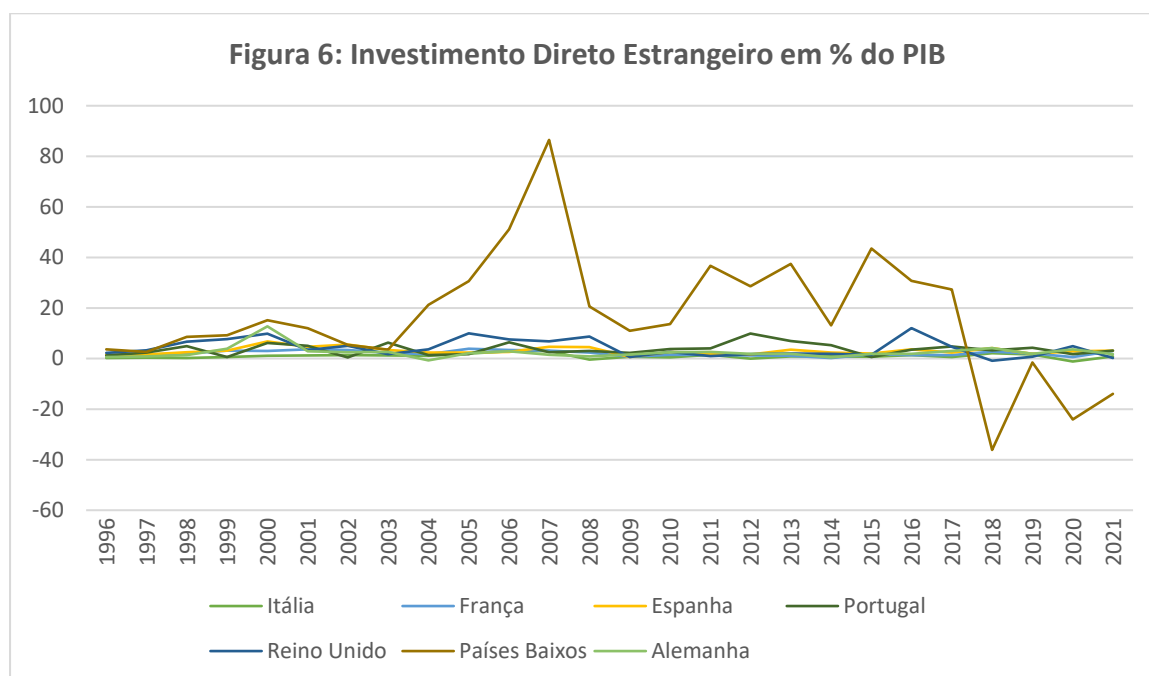


Fonte: Elaboração própria com base nos dados recolhidos no *World Bank Group*

Em Portugal, registou-se uma tendência geral de estabilidade inflacionária, com flutuações moderadas ao longo do período em análise. Por outro lado, a Alemanha demonstrou uma capacidade notável de manter a inflação sob controlo, exibindo uma tendência consistente de baixa inflação ao longo dos anos, refletindo a eficácia das suas políticas monetárias e estabilidade económica. No caso da Espanha, França e Itália, estes países experimentaram oscilações inflacionárias mais pronunciadas. Durante os primeiros anos do período em análise, houve uma tendência de redução da inflação, seguida por períodos de aumento e diminuição significativos, influenciados por fatores como a crise financeira global e políticas

económicas internas. Os Países Baixos e o Reino Unido também apresentaram uma trajetória semelhante, com flutuações na inflação ao longo do tempo, influenciadas por eventos como a recessão global e a incerteza do Brexit.

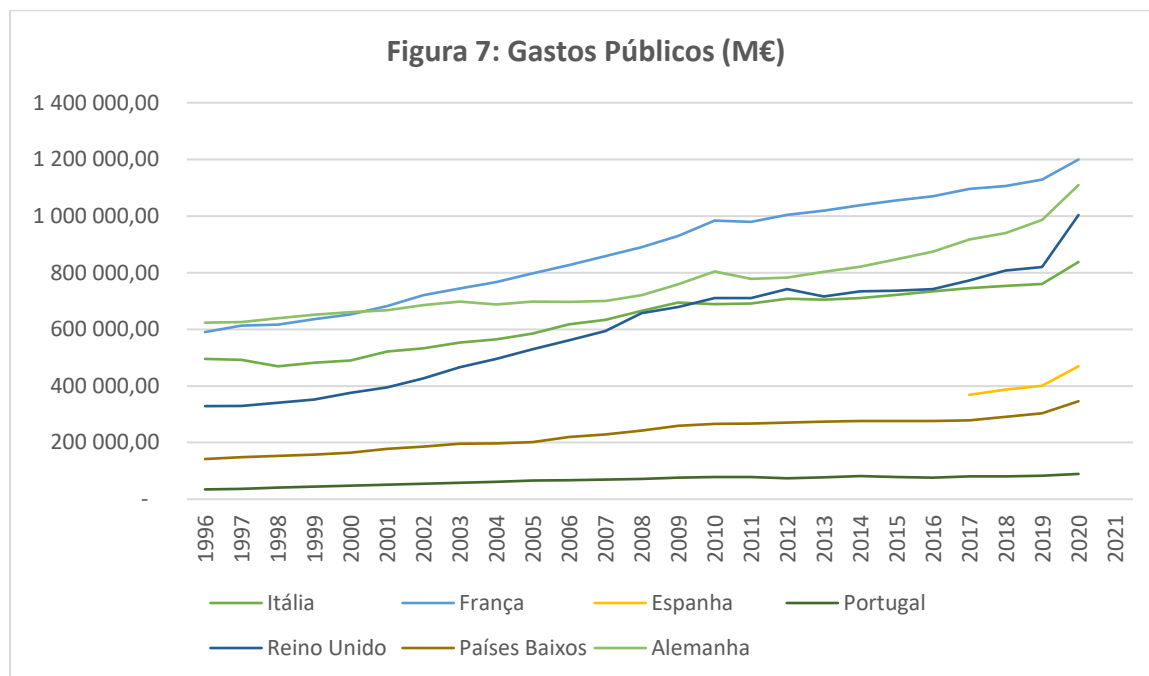
- **Investimento Direto Estrangeiro em % do PIB:** corresponde às entradas líquidas de investimento sobretudo através de operações de capital (criação de empresas ou aquisição de participações superiores a 10% em empresas já existentes) numa empresa que opera numa economia diferente da do investidor. Esta variável engloba as entradas líquidas (novas entradas de investimento menos desinvestimento) na economia dos investidores estrangeiros, e é dividida pelo PIB.



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

É possível afirmar que os Países Baixos têm sido historicamente um destino atraente para o Investimento Direto Estrangeiro (IDE) devido a vários fatores favoráveis. Como mencionado, o país possui um ambiente de negócios estável, um sistema tributário favorável para empresas internacionais e uma infraestrutura desenvolvida. Além disso, a localização geográfica dos Países Baixos como um *hub* logístico importante na Europa, com portos e aeroportos de primeira classe, é um fator que facilita o comércio internacional e atrai investimentos estrangeiros. Esses fatores combinados tornaram esta economia numa porta de entrada para empresas estrangeiras que procuram aceder o mercado europeu.

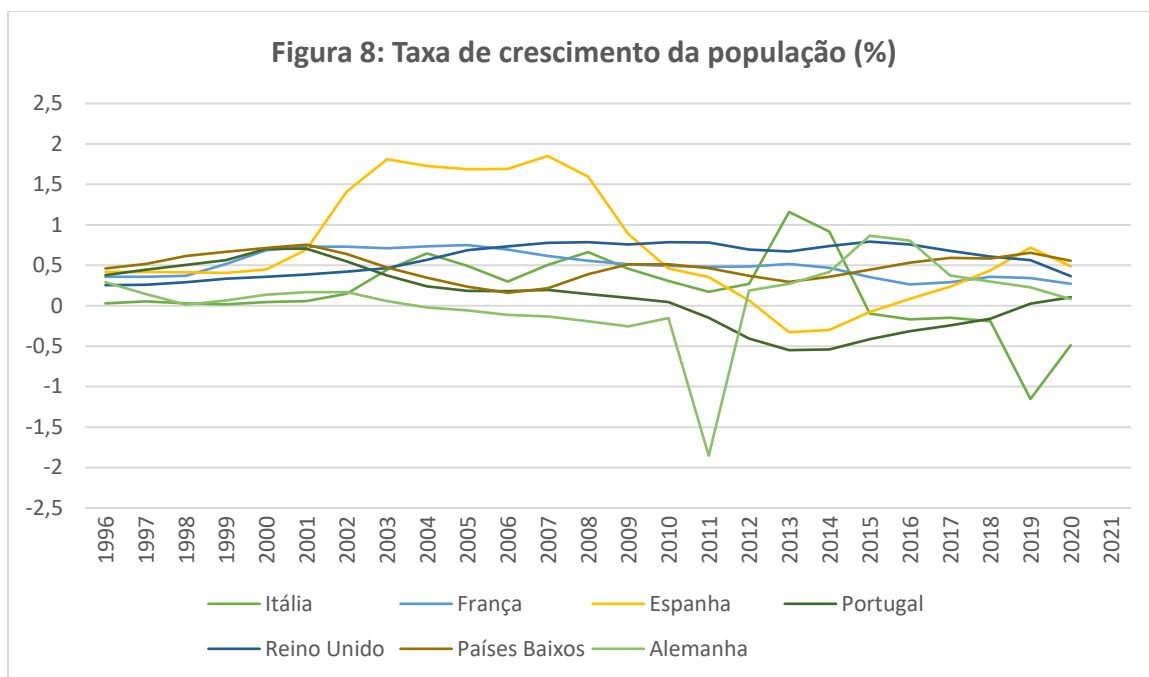
- **Gastos Públicos:** Os Gastos Públicos são pagamentos para atividades operacionais do governo no fornecimento de bens e serviços. Inclui remuneração de empregados (como ordenados e vencimentos), juros e subsídios, subsídios, benefícios sociais e outras despesas.



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

No geral, todos os países tem visto os seus valores de gastos públicos aumentar, sendo França o país com maior valor bruto e Portugal o país com menor variação. Historicamente, a França tem uma tradição de gastos públicos elevados, com um estado de bem-estar social abrangente. Os gastos públicos na França costumam ser direcionados para áreas como saúde, educação, providência social e infraestrutura. Alemanha posiciona-se em segundo lugar, sendo o segundo país que mais gasta em gastos públicos, com investimentos significativos em áreas como saúde, educação, infraestrutura e proteção social. No entanto, a Alemanha também é conhecida por ter uma ênfase na disciplina fiscal e na gestão prudente dos recursos públicos.

- **Taxa de crescimento da população (%):** A taxa de crescimento populacional anual para o ano t é a taxa exponencial de crescimento da população no meio do ano do ano $t-1$ até t , expressa como uma percentagem. A população baseia-se na definição de facto de população, que inclui todos os residentes, independentemente do estatuto jurídico ou da cidadania.



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

É verdade que a Espanha experimentou um pico de crescimento populacional em torno de 2% em 2007, impulsionado principalmente pela imigração. No entanto, após a crise financeira global de 2008, a taxa de crescimento populacional de Espanha diminuiu consideravelmente. A crise económica afetou negativamente o mercado de trabalho, resultando em altas taxas de desemprego, o que levou muitos imigrantes a deixar o país em busca de melhores oportunidades em outros lugares. Além disso, a baixa taxa de natalidade também contribuiu para o declínio da taxa de crescimento populacional no país nos anos seguintes. No caso da Itália, também ocorreu uma queda significativa na taxa de crescimento populacional em 2011, chegando a -2%. Esse declínio foi impulsionado principalmente pelo envelhecimento da população e pela baixa taxa de natalidade. A Itália enfrenta desafios relacionados ao envelhecimento da população, com uma proporção cada vez maior de idosos em relação à população em idade ativa. Além disso, a imigração tem sido um assunto controverso e a integração de imigrantes pode ter contribuído para a dinâmica da taxa de crescimento populacional.

A tabela 3 expõe as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no presente estudo, entre os anos de 1996 a 2021, para os sete países que constituem a amostra.

Tabela 3: Estatísticas Descritivas

Variável	Observações	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
PIBPC	182	1.042	2.824	-11.758	7.332
AN	146	63.810	40.234	5.773	264.648
CD	145	111.733	28.720	60.350	192.056
INF	182	1.808	1.154	-0.489	5.933
IDE	182	4.735	10.546	-36.140	86.479
ABERT	182	71.621	28.180	42.879	158.823
POP	182	0.367	0.459	-1.854	1.851
LOG(GP)	155	26.531	2.110	3.097	27.813

Fonte: Elaboração própria

Ao observar a tabela, é possível 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 caso das ações negociadas, do crédito doméstico e dos gastos públicos.

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

Tabela 4: Matriz de Correlações

	PIBPC	AN	CD	INF	IDE	ABERT	POP	LOG (GP)
PIBPC	1							
AN	0.025	1						
CD	-0.033	0.208	1					
INF	-0.036	0.166	0.004	1				
IDE	0.090	0.438	0.123	-0.003	1			
ABERT	-0.006	0.176	0.049	-0.142	0.667	1		
POP	0.104	0.296	0.028	0.255	-0.051	-0.159	1	
LOG (GP)	0.029	0.236	-0.435	-0.250	-0.250	-0.268	0.229	1

Fonte: Elaboração própria

Com base nos valores inferiores a 0.80 nas correlações entre as variáveis *proxy* do sistema financeiro e as variáveis explicativas do crescimento económico, pode-se concluir que não existe uma relação linear perfeita entre elas. De acordo com Gujarati (2008), um valor abaixo de 0.80 é considerado abaixo do limite para a multicolinearidade entre as variáveis. Embora algumas das correlações sejam significativas, como no caso da correlação entre o IDE e o Grau de Abertura, verifica-se que todas as correlações estão abaixo do valor

considerado problemático. Isso sugere que as variáveis estão em geral menos propensas a apresentar multicolinearidade, ou seja, uma relação linear perfeita entre elas.

É importante realçar que a multicolinearidade pode afetar a robustez dos resultados de um modelo econométrico, tornando difícil identificar a contribuição isolada de cada variável explicativa. Portanto, ao verificar correlações abaixo do limite de 0.80, é um indicativo de que as variáveis estão menos propensas a problemas de multicolinearidade, o que pode ser considerado positivo na análise estatística do estudo.

4.2 Metodologia

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 seguinte equação:

$$g_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X1_{i,t-1} + \beta_2 X2_{i,t-1} + \dots + \beta_k Xk_{i,t-1} + d_t + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

- g_{it} é a variável dependente do modelo (“Taxa de crescimento do PIB”) para o país i no ano t .
- β_0 é a constante do modelo.
- β_1, \dots, β_k são os parâmetros do modelo em que k representa o número de variáveis de controlo e explicativas.
- d_t é o vetor que representa um conjunto de variáveis binárias para cada um dos anos do período de análise.
- ε_{it} é o termo de perturbação.

O modelo estimado neste trabalho baseia-se em grande medida no modelo de Nguyen, Le, Ho, Nguyen e Vo (2022) e de Leitão (2010), tendo sido adicionadas algumas variáveis. Foram selecionadas as variáveis que melhor explicam o sistema financeiro enquanto *proxies* e algumas variáveis de controlo, de forma a regularizar os resultados para todas as sete economias estudadas.

A especificação do modelo inicial a estimar pode ser apresentada na seguinte forma:

$$g_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AN_{i,t-1} + \beta_2 CD_{i,t-1} + \beta_3 INF_{i,t-1} + \beta_4 IDE_{i,t-1} + \beta_5 \log(GP)_{i,t-1} + \beta_6 POP_{i,t-1} + \beta_7 ABERT_{i,t-1} + d_t + \varepsilon_{i,t}$$

Como é possível verificar, a especificação do modelo inclui variáveis independentes todas desfasadas. Usar variáveis explicativas desfasadas representa uma situação em que é possível que as variáveis independentes tenham uma relação estatística com a variável dependente, podendo, no entanto, haver um atraso no efeito - como é o caso deste modelo, em que as variáveis explicativas influenciam o PIB do ano seguinte. Esta escolha foi feita também de forma a minimizar o problema da endogeneidade das variáveis na regressão, visto que este trabalho pode não estar a controlar pela endogeneidade das variáveis independentes.

Como já foi referido a amostra neste estudo incluiu Portugal, Alemanha, Espanha, França, Itália, Países Baixos e Reino Unido enquanto países de estudo para um espaço temporal de 26 anos (1996 a 2021), o que lhe confere a forma de uma base de dados em painel.

Uma das principais vantagens do uso de dados em painel, de acordo com Greene (2008), é a capacidade 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. De acordo com 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.

No entanto, os dados em painel também têm suas limitações. Um dos possíveis problemas é o enviesamento de heterogeneidade, que ocorre quando a especificação do modelo não leva em conta a possibilidade de diferenciação dos coeficientes ao longo das unidades seccionais e/ou do tempo (Marques, 2000). Isso significa que os efeitos específicos de cada unidade ou as mudanças ao longo do tempo podem ser negligenciados, levando a resultados enviesados.

Seguindo Wooldridge (2013), existem três métodos principais para estimar os dados em painel: a regressão MMQ (Método dos Quadrados Ordinários), o modelo de Efeitos Fixos ou o modelo de Efeitos Aleatórios. O MMQ é o método de estimação mais simples e assume que o comportamento é uniforme para todos os indivíduos e ao longo do tempo (Gujarati, 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 vários 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).

4.3 Resultados

Este capítulo tem por objetivo apresentar e analisar os resultados das estimativas do impacto do desenvolvimento financeiro no crescimento económico. Assim, são apresentadas as estimativas do modelo de regressão linear múltipla, assim como os vários testes que foram implementados e é feita a análise e discussão dos resultados.

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

Efetuada a estimação pelo MMQ, realizaram-se os testes necessários aos pressupostos do modelo, tais como o Fator de Inflação da Variância (VIF) para confirmar a ausência de multicolinearidade, que testa a hipótese de que não existe uma relação linear perfeita entre as variáveis explicativas. De acordo com Wooldridge (2013), o valor a partir do qual o autor considera a existência de problemas de multicolinearidade é $VIF > 10$. Na tabela, o valor

médio do VIF foi de 2,01, de modo que se conclui que existência de multicolinearidade não constitui um problema neste estudo.

Tabela 5: Resultados VIF

Variável	VIF	1/VIF
AN	4,39	0.228
Log (GP)	3.65	0.274
ABERT	2.80	0.358
IDE	2.76	0.362
INF	2.74	0.364
CD	2.43	0.412
POP	1,46	0.686
MÉDIA VIF	2,01	

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 0,7041 maior do que o limite usual de 0,05, e, portanto, não é rejeitada a hipótese nula e consequentemente existe evidência de que não são necessárias mais variáveis a incluir no modelo.

Para corrigir a presença de heterocedasticidade no modelo utilizou-se um comando específico do STATA que confere robustez às variâncias estimadas e aos erros padrões e assim torna o modelo homocedástico. Este comando foi o “vce(cluster)”.

Conforme se verifica nos resultados da estimação do modelo MMQ na coluna MMQ da tabela 6, nenhuma variável *proxy* do sistema financeiro é estatisticamente significativa, apenas as variáveis de controlo “IDE”, “taxa de crescimento da população” e “log(GastosPúblicos)” é que efetivamente condicionam o crescimento económico. As restantes variáveis não são estatisticamente significativas, pelo que nada se pode concluir sobre o seu efeito sobre o crescimento económico. Significa isto que nem o crédito doméstico nem o volume de ações negociadas tem impacto no crescimento económico, o que vem responder à questão levantada por este trabalho.

De seguida, foram estimados o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios. De forma a identificar qual dos dois métodos é mais adequado, foi realizado o teste de Hausman. 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 é possível observar na tabela, com um quiquadrado= 5.10 e $p\text{-value}=1.000$, não é rejeitada a hipótese nula e, assim, o método de efeitos aleatórios é o mais apropriado. De qualquer forma, e visto que os resultados nos três métodos (MMQ, efeitos aleatórios e efeitos fixos) apontam para o mesmo sentido, procede-se então à interpretação dos resultados apresentados nas 3 colunas.

Tal como já referido, os resultados empíricos obtidos da estimação do modelo pelos efeitos fixos mostram que as variáveis *proxy* para o sistema financeiro – “ações negociadas” e “crédito doméstico” - não são estatisticamente significativas no modelo em questão. As “ações negociadas” não se mostram relevantes para a explicação do crescimento económico no modelos de efeitos fixos, apesar de apresentar um efeito negativo, que vai contra o apresentado por Levine e Zervos (1998) Efetivamente, apenas a variável do “IDE” tem impacto no desenvolvimento da economia real dos países estudados, conforme Cave, Chaudhuri e Kumbhakar (2020).

Por último, o modelo que o teste de Hausman dita ser o mais adequado – o modelo de efeitos aleatórios. Este indica também que nenhuma das variáveis *proxy* é estatisticamente significativa para a variável dependente em questão. Já as variáveis de controlo, como o “IDE”, a “taxa de crescimento da população” e “Log(GastosPúblicos)” mostram ter algum impacto. O efeito positivo do “IDE” vem confirmar o que a literatura indica, nomeadamente no trabalho de Botev, Égert e Jawadi (2019). O mesmo acontece com a variável “taxa de crescimento da população”, que no modelo estudado tem um valor negativo e, de facto, Cave, Chaudhuri e Kumbhakar (2020) concluem o mesmo. Já Rioja e Valev (2004) chegaram a uma conclusão diferente deste modelo, no que concerne os gastos públicos. No presente modelo, conclui-se que o aumento de gastos públicos, medido pela variável “Log(GastosPúblicos)” traz um maior crescimento da economia, contudo os autores Rioja e Valev (2004) concluíram que o efeito era na verdade negativo.

É possível então dizer que, nos três modelos, as variáveis *proxy* são todas não significativas, o que vai contra o que a maior parte da literatura conclui. Isto poderá justificar-se devido ao facto de as economias estudadas serem tão diferentes. A maior parte da literatura tende a estudar este tema para países em desenvolvimento - o caso estudado neste trabalho não vai de encontro a esta descrição, são todos países desenvolvidos, num espaço de tempo recente.

Tabela 6: Resultados do modelo de regressão

VARIABLES	MMQ	EF	EA
AN	-0.001 (0.012)	-0.010 (0.010)	-0.001 (0.012)
CD	-0.001 (0.007)	-0.056** (0.020)	-0.001 (0.007)
INF	-0.022 (0.262)	-0.280 (0.276)	-0.022 (0.262)
IDE	0.042 (0.023)	0.049** (0.016)	0.042* (0.023)
ABERT	-0.013 (0.011)	-0.124** (0.038)	-0.013 (0.011)
POP	-0.788 (0.594)	-0.836 (0.856)	-0.788 (0.594)
Log (GP)	0.178 (0.352)	3.431 (2.264)	0.178 (0.352)
ANOS	SIM	SIM	SIM
Constante	-2.965 (9.958)	-75.124 (57.030)	-2.965 (9.958)
Observações	100	100	100
R2	0.034	0.166	0.530
Nº de países	7	7	7
VIF	2.01		
Teste às Variáveis Omitidas		F(3,69) = 0,31 P-value=0,8180	
Teste de Hausman		X ² =5,1 P-value=1,0	

5. Conclusões

O presente trabalho tem como objetivo perceber se é possível estabelecer uma associação positiva entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento de uma economia, especificamente no contexto da economia portuguesa e de economias parceiras. Para isso, é analisada a importância do mercado bancário e do mercado de ações na explicação do crescimento económico dos países em estudo.

De facto, na atual literatura científica, não existe um consenso estabelecido acerca do impacto do desenvolvimento financeiro no crescimento económico. Além disso, ainda não se encontra claramente identificado o efeito direto de cada um dos mercados financeiros, nomeadamente o mercado de capitais e o setor bancário, sobre o crescimento económico. Com o propósito de contribuir com evidência empírica adicional para esta área de investigação, o presente estudo analisa os efeitos do desenvolvimento financeiro, reunindo dados do crescimento económico de Portugal, Espanha, Alemanha, França, Itália, Países Baixos e Reino Unido entre os anos de 1996 a 2021.

Para tal, foram estimados vários modelos e, dado que todos obtiveram resultados semelhantes, os resultados de cada um deles são apresentados e discutidos, visando fornecer uma perspetiva abrangente sobre a relação entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico. Neste sentido, concluiu-se que o mercado de ações não demonstra uma relação estatisticamente significativa na explicação do crescimento económico. No caso dos resultados obtidos testando para o mercado bancário, estes também não revelam significância estatística, não estando em conformidade na literatura.

A insignificância estatística revelada pelas variáveis *proxy* pode ter origem no facto de os países terem estruturas económicas e financeiras distintas, nas quais o mercado de ações e o crédito doméstico desempenham um papel menos relevante no estímulo ao crescimento económico. Outros setores da economia, como o setor industrial, exportações ou investimentos estrangeiros, podem ter uma influência mais significativa no crescimento económico desses países.

Afonso e Blanco-Arana (2018) estudaram países semelhantes num espaço de tempo próximo e, efetivamente chegaram a conclusões diferentes. Os resultados destes autores

mostram que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre os três indicadores de desenvolvimento financeiro - crédito doméstico fornecido pelo setor financeiro em % do PIB, capitalização de mercado de empresas domésticas em % do PIB e turnover de ações (%) - e o PIB per capita, enquanto o presente estudo conclui que essa relação não é significativa. Os autores vão ainda mais longe e afirmam que é o maior índice de crédito interno disponibilizado pelo sistema financeiro que mais afeta positivamente a evolução do PIB, variável essa que foi utilizada no presente trabalho, contudo, em qualquer dos três métodos de estudo, não tem significância.

A compreensão dos efeitos do sistema financeiro no crescimento económico português tem implicações nas políticas públicas e nas políticas direcionadas a este setor visto que cada uma das funções do sistema financeiro afeta tanto as decisões de poupança como de investimento e, conseqüentemente, o crescimento económico. Neste caso, não sendo as variáveis *proxy* do sistema financeiro significativas no modelo estimado, é possível concluir que o comportamento do sistema financeiro, de acordo com a forma como aqui foi medido, não tem impacto nas políticas económicas.

Em conclusão, este estudo foi capaz de fornecer evidências que contradizem a literatura existente, ao mostrar que o desenvolvimento financeiro, representado pelo mercado bancário e mercado de ações, não possui um impacto significativo no crescimento económico. Embora vá contra as expectativas e teorias anteriores, os resultados obtidos nesta pesquisa sugerem que outros fatores podem desempenhar um papel mais proeminente na determinação do crescimento económico dos países analisados. É de salientar também que este trabalho estuda um número de países relativamente pequeno, ao contrário da maior parte da literatura.

Esta conclusão não invalida, contudo, os estudos anteriores que estabeleciam uma relação positiva entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico. Pelo contrário, ela destaca a complexidade e as especificidades dos contextos económicos e financeiros de cada país, que podem levar a resultados diferentes. Além disso, as limitações do estudo, como a escolha das variáveis e dos países, a abrangência temporal dos dados e a natureza dinâmica da relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento económico, também devem ser consideradas ao interpretar esses resultados.

No entanto, é importante salientar que este estudo contribui para o debate académico e pode estimular pesquisas adicionais para entender melhor os mecanismos subjacentes e as possíveis razões por trás dessa falta de relação entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico nos países analisados. Isso pode levar a novas perspectivas teóricas e empíricas que ajudarão a expandir nosso conhecimento nessa área e a fornecer *insights* valiosos para políticas económicas e financeiras.

6. Referências Bibliográficas

- Afonso, A., & Blanco Arana, C. (2018). Financial development and economic growth: a study for OECD countries in the context of crisis. *REM Working paper*, 046-2018.
- Asteriou, D., & Spanos, K. (2019). The relationship between financial development and economic growth during the recent crisis: Evidence from the EU. *Finance Research Letters*, 28, 238-245.
- Baltagi, B. (2001). *Econometrics analysis of panel data*. John Wiley & Sons, Ltd.
- Botev, J., Égert, B., & Jawadi, F. (2019). The nonlinear relationship between economic growth and financial development: Evidence from developing, emerging and advanced economies. *International Economics*, 160, 3-13.
- Cave, J., Chaudhuri, K., & Kumbhakar, S. C. (2020). Do banking sector and stock market development matter for economic growth?. *Empirical Economics*, 59, 1513-1535.
- Chu, L. K. (2020). Financial structure and economic growth nexus revisited. *Borsa Istanbul Review*, 20(1), 24-36.
- Cong Nguyen, T., Ngoc Vu, T., Hong Vo, D., & Thi-Thieu Ha, D. (2019). Financial development and income inequality in emerging markets: a new approach. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(4), 173.
- Deidda, L., & Fattouh, B. (2002). Non-linearity between finance and growth. *Economics Letters*, 74(3), 339-345.
- Goldsmith, R W. (1969). *Financial Structure and Development*. New Haven, CT: *Yale University Press*.
- Greene, W. H. (2008). The econometric approach to efficiency analysis. The measurement of productive efficiency and productivity growth, 1(1), 92-250.
- Gujarati, D., & Porter, D. (2008). *Basic Econometrics*, 5th edition. *New York: The McGraw-*

Hill Series Economics.

Hicks, J. (1969). A Theory of Economic History. *American Journal of Agricultural Economics*, 619-620.

King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The quarterly journal of economics*, 108(3), 717-737.

Leitão, N. (2010). Financial Development and Economic Growth: A Panel Data Approach. *Theoretical and Applied Economics*, 10(551), 15-24.

Levine, R. (1998). The legal environment, banks, and long-run economic growth. *Journal of money, credit and banking*, 596-613.

Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American economic review*, 537-558.

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.

McKinnon, R.I. (1973). Money and capital in economic development. Washington, D.C.: The Brookings Institution. Pp. 177.

Nguyen, H. M., Le, Q. T. T., Ho, C. M., Nguyen, T. C., & Vo, D. H. (2022). Does financial development matter for economic growth in the emerging markets?. *Borsa Istanbul Review*, 22(4), 688-698.

Pordata, P., & Pordata. (2013). Base de dados Portugal contemporâneo.

Prochniak, M., & Wasiak, K. (2017). The impact of the financial system on economic growth in the context of the global crisis: empirical evidence for the EU and OECD countries. *Empirica*, 44, 295-337.

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.

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

Slesman, L., Baharumshah, A. Z., & Azman-Saini, W. N. W. (2019). Political institutions and finance-growth nexus in emerging markets and developing countries: A tale of one threshold. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 72, 80-100.

Swamy, V., & Dharani, M. (2021). Thresholds in finance–growth nexus: Evidence from G-7 economies. *Australian Economic Papers*, 60(1), 1-40.

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

Zhu, X., Asimakopoulos, S., & Kim, J. (2020). Financial development and innovation-led growth: Is too much finance better?. *Journal of International Money and Finance*, 100, 102083.