

# Integração Financeira e Crescimento Econômico: Teoria, Evidência e Política

Aderbal Oliveira Damasceno

Instituto de Economia, Universidade Federal de Uberlândia, damasceno@ie.ufu.br

## Resumo

Esse trabalho desenvolve uma análise teórica e empírica sobre as relações entre integração financeira e crescimento econômico de longo prazo. Utilizando dados para 105 países durante o período 1980-2004, serão estimadas equações de crescimento especificadas na forma de um modelo dinâmico de dados em painel. As evidências econométricas apresentadas não corroboram a hipótese de que a integração financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo, mesmo em países com alto nível de desenvolvimento institucional, de desenvolvimento financeiro, de abertura comercial, de estabilidade macroeconômica e de flexibilidade do regime cambial. Esses resultados questionam os fundamentos subjacentes às recomendações de políticas para eliminação de controles de capitais.

**Palavras Chave:** Integração Financeira; Fluxo de Capitais; Crescimento Econômico.

Códigos JEL: F21, F41, F01

## Abstract

This paper develops a theoretical and empirical analysis regarding the relationship between financial integration and long-run economic growth. Using data for a sample of 105 countries over the period 1980-2004, will be estimated growth equations specified in the form of a dynamic panel data model. The econometrical evidences presented do not corroborate the hypothesis that financial integration stimulates the long-run economic growth, even for countries with high levels of institutional development, of financial development, of trade openness, of macroeconomic stability and of exchange rate arrangement flexibility. These results question the rationale underlying the policy recommendations for the elimination of capital controls.

**Key-Words:** Financial Integration; Capital Flows; Economic Growth

JEL Codes: F21, F41, F01

## Área 6 – Economia Internacional

### 1 Introdução

Durante a década de 1990 foi crescente a pressão para que os países em desenvolvimento completassem o processo de integração ao mercado financeiro internacional. O ápice dessa pressão foi quando, na reunião anual de 1997, realizada em Hong Kong, a direção do Fundo Monetário Internacional (doravante FMI) apresentou aos países membros uma proposta de mudança do artigo VI dos seus estatutos, que admite o uso de controles de capitais, de modo a estabelecer a liberalização da Conta de Capital e Financeira. Por ironia da história, meses depois eclodiu a crise do Leste Asiático e uma série de crises seguiu-se: a crise da Rússia (1998), do Brasil (1999), da Turquia (2001), da Argentina (2001), do Brasil (2002) e do *subprime* (2008).

A orientação do FMI tinha por base o argumento de que a integração financeira seria particularmente benéfica para os países em desenvolvimento: supõe-se que nesses países o crescimento econômico é estrangulado pelo baixo nível de poupança doméstica, de maneira que a integração ao mercado financeiro internacional permitiria a captação de poupança externa, crescimento temporário do estoque de capital, crescimento temporário do PIB *per capita* e aumento permanente no nível do PIB *per capita*. Para tanto, esses países deveriam implementar um conjunto de reformas com o propósito de eliminar distorções domésticas, relativas ao ambiente institucional, sistema financeiro, comércio internacional e política macroeconômica.

Na literatura empírica há relativo consenso quanto às previsões contra factuais do modelo teórico subjacente às recomendações de política do FMI durante a década de 1990: i) os capitais fluem, em termos líquidos, dos países em desenvolvimento para os países desenvolvidos; ii) entre os países em desenvolvimento, aqueles que exportam capitais crescem mais rápido. Em uma série de trabalhos publicada desde 2003, economistas ligados ao departamento de pesquisa do FMI aceitam essas considerações e argumentam, no que será denominado de nova visão, que o principal benefício da integração financeira para os países em desenvolvimento não seria na forma de captação de poupança externa para financiar a acumulação de capital doméstica.

Nessa nova visão, os benefícios da integração financeira seriam indiretos, na forma de estímulo ao desenvolvimento institucional, desenvolvimento financeiro e disciplina macroeconômica. Esses benefícios indiretos resultariam em crescimento da produtividade total dos fatores e crescimento de longo prazo do PIB *per capita*, mas apenas para países onde existissem condições iniciais adequadas relativas a alto nível de desenvolvimento institucional, de desenvolvimento financeiro, de abertura comercial e de estabilidade macroeconômica. Quanto às implicações normativas, o viés pró-liberalização permanece: a integração financeira é vista como inevitável, cabendo a cada país apenas administrá-la levando em consideração as condições iniciais.

O objetivo deste trabalho é desenvolver uma análise teórica e empírica sobre as relações entre integração financeira e crescimento econômico de longo prazo. Utilizando dados para 105 países durante o período 1980-2004, serão estimadas equações de crescimento especificadas na forma de um modelo dinâmico de dados em painel, por meio da metodologia proposta por Arellano e Bond (1991), Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998). As evidências econométricas apresentadas não corroboram a hipótese de que a integração financeira estimula o crescimento de longo prazo do PIB *per capita*, mesmo em países com alto nível de desenvolvimento institucional, de desenvolvimento financeiro, de abertura comercial, de estabilidade macroeconômica e de flexibilidade do regime cambial.

O trabalho está organizado em quatro seções, além dessa introdução. Na seção 2 faz-se uma análise da literatura teórica e empírica. Na seção 3 apresentam-se os procedimentos metodológicos. Na seção 4 são apresentados os resultados econométricos. Na seção 5 alinham-se algumas considerações finais.

## **2 Integração Financeira e Crescimento Econômico: Teoria e Evidência**

### **2.1 O Modelo Neoclássico**

O argumento em defesa da eliminação de controles de capitais tem por base as previsões do modelo neoclássico de crescimento: em um ambiente de livre mobilidade de capitais, o capital deveria fluir dos países desenvolvidos, onde é relativamente abundante e o retorno marginal é baixo, para os países em desenvolvimento, onde é relativamente escasso e o retorno marginal é alto, resultando, em âmbito global, na alocação eficiente da poupança, convergência de renda e maximização do Bem-Estar (FISCHER, 1998, 2003).

Nessa abordagem, a integração financeira tem papel fundamental na trajetória de acumulação de capital e crescimento econômico nos países em desenvolvimento: supõe-se que o crescimento econômico nos países em desenvolvimento é estrangulado pelo baixo nível da poupança doméstica, de modo que a integração ao mercado financeiro internacional resultaria em importação de poupança externa, crescimento temporário do estoque de capital, crescimento temporário do PIB *per capita* e aumento permanente no nível do PIB *per capita* (HENRY, 2007).

No modelo neoclássico, não há canal por meio do qual a integração financeira altera o crescimento da produtividade total dos fatores e, portanto, não há canal por meio do qual altera a taxa de crescimento de longo prazo do PIB *per capita*. O canal por meio do qual a integração financeira estimula o crescimento

do PIB *per capita* nas economias nacionais é a acumulação de capital e, desse modo, a integração aumenta a taxa de convergência em direção ao estado estacionário, que seria o mesmo sob autarquia (GOURINCHAS, JEANNE, 2006).

Ademais, o modelo assume que o mercado financeiro internacional é eficiente e não existem distorções nas economias nacionais (HENRY, 2007). A assunção da existência de distorções no mercado financeiro internacional (assimetria de informação e problemas de *enforcement* de contratos) e nas economias nacionais (baixo nível de desenvolvimento institucional, de desenvolvimento financeiro, de abertura comercial e de estabilidade macroeconômica), permite um questionamento aos fundamentos teóricos deste modelo (EICHENGREEN *et al.*, 1998; RODRIK, 1998; BHAGWATI, 1998; STIGLITZ, 2000).

Por fim, para Rodrik e Subramanian (2009), o principal constrangimento ao crescimento econômico nos países em desenvolvimento não é ausência de poupança, mas de oportunidades de investimento. Argumentam que a integração financeira e a entrada de capitais resultam: i) na substituição da poupança interna pela poupança externa, estímulo ao consumo e não estímulo ao investimento; ii) na apreciação da taxa de câmbio real, a qual exacerba esse constrangimento ao deprimir a lucratividade e as oportunidades de investimento nos setores de bens comercializáveis, resultando em efeitos adversos sobre o crescimento econômico de longo prazo.

## 2.2 A Nova Visão

Como explícito em Prasad, Rajan e Subramanian (2007) e Prasad e Rajan (2008), os autores da nova visão aceitam o argumento de que escassez de poupança não é o principal constrangimento para o crescimento econômico nos países em desenvolvimento e que o modelo neoclássico resulta em previsões contra factuais: i) os capitais fluem, em termos líquidos, dos países em desenvolvimento para os países desenvolvidos; ii) entre os países em desenvolvimento, aqueles que exportam capital crescem mais rápido.

Na nova visão, os principais benefícios da integração financeira para os países em desenvolvimento não seriam diretos, na forma de captação de poupança externa para financiamento da acumulação de capital, como suposto no modelo neoclássico, mas indiretos, na forma de estímulo ao desenvolvimento institucional, desenvolvimento financeiro e disciplina macroeconômica. Conforme Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2006, p.33):

A key component of our argument is that it is not just the capital inflows themselves, but what comes along with the capital inflows, that drives the benefits of financial globalization for developing countries. These collateral benefits could include development of the domestic financial sector, improvements in institutions (defined broadly to include governance, the rule of law, etc.), better macroeconomic policies, etc. These collateral benefits then result in higher growth, usually through gains in allocative efficiency.

O argumento sugere a existência de uma relação causal entre integração financeira, desenvolvimento institucional, desenvolvimento financeiro, disciplina macroeconômica, crescimento da produtividade total dos fatores e crescimento de longo prazo do PIB *per capita*. Essa relação, à qual Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2006, p.36-37) dão o *status* de corolário, é explicitada na seguinte passagem:

The collateral benefits that we have identified above should enhance efficiency and, by extension, TFP growth. Thus, our approach ties in nicely with the recent literature emphasizing the importance of TFP growth as the main driver of long-term growth. Indeed, this literature may provide a useful guide to where one should be looking for the benefits of financial integration. Ultimately, if financial integration is to have a lasting effect on growth, it must be by moving economies closer to their production possibility frontiers by eliminating various distortions and creating efficiency gains.

De acordo com Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2006, p.8), é possível fazer uma distinção clara entre a nova visão e o modelo neoclássico:

The fundamental point we make in this paper is that the main benefits from successful financial globalization are probably catalytic and indirect, rather than consisting simply of enhanced access to financing for domestic investment. Of course, this perspective differs from the standard neoclassical framework, which views the key benefit of financial globalization as arising from long-term net flows of capital from industrial to developing economies.

Em síntese, o argumento: i) a integração financeira estimularia o desenvolvimento institucional, o desenvolvimento financeiro e a disciplina macroeconômica; e ii) por meio desses benefícios indiretos, a integração financeira estimularia o crescimento da produtividade total dos fatores e, portanto, o crescimento de longo prazo do PIB *per capita*. No entanto, a integração financeira só resultaria em benefícios indiretos, crescimento da produtividade total dos fatores e crescimento de longo prazo do PIB *per capita* na presença de condições iniciais adequadas nas economias nacionais.

As condições iniciais nas economias nacionais necessárias para a concretização dos benefícios da integração financeira são alto nível de desenvolvimento institucional, de desenvolvimento financeiro, de estabilidade macroeconômica e de abertura comercial. Na ausência dessas condições iniciais adequadas, a integração financeira poderia resultar em instabilidade e crise e, portanto, ter efeitos adversos sobre o crescimento da produtividade total dos fatores e sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita*.

O reconhecimento de que é necessária a existência de condições iniciais adequadas nas economias nacionais para concretização dos benefícios da integração financeira introduz uma circularidade no argumento: i) a integração financeira estimularia o desenvolvimento institucional, o desenvolvimento financeiro e a disciplina macroeconômica; ii) mas para isso é necessária a existência de um alto nível de desenvolvimento institucional, de desenvolvimento financeiro, de estabilidade macroeconômica e de abertura comercial.

Essa circularidade levou Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2006, p.42) a admitirem as dificuldades em estabelecer relações causais entre integração financeira e crescimento econômico: 'There is a great deal of similarity between the list of collateral benefits of financial integration and the list of threshold conditions that we discuss below. Indeed, the discussion highlights the difficulties involved in trying to make strong causal statements about the effects of financial integration'. Rodrik e Subramanian (2009, p.124-125), por sua vez, chamam a atenção para essa circularidade:

These prerequisites include developing strong property rights, strengthening the legal system, reducing corruption, improving the quality of financial information, improving corporate governance, and getting the government out of the business of directing credit! Mishkin's and KPRW's premise is that financial globalization will deliver these threshold benefits. But there is, of course, a tension, even contradiction, in implicitly calling for greater financial globalization to deliver the broader collateral benefits that are in turn prerequisites for financial globalization reform to be successful in the first place.

Por fim, nessa nova visão, considera-se que a integração financeira é inevitável: 'In fact, countries don't have much of a choice but to plan for capital account liberalization because capital accounts are de facto becoming more open over time irrespective of government attempts to control them' (PRASAD, RAJAN, 2008, p.169). Restaria a cada país apenas administrá-la: 'It is becoming increasingly more sensible for developing countries to shift their focus to how they will manage the process of financial liberalization rather than whether they should liberalize at all' (KOSE, PRASAD, ROGOFF, WEI, 2010, p.4343).

Como argumentam Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2007, p.13), uma política de liberalização da Conta Capital e Financeira deveria levar em consideração os benefícios indiretos da integração financeira e as condições iniciais necessárias para a concretização desses benefícios, ou seja, as circunstâncias particulares de cada país: 'The collateral benefits perspective may provide a way for moving forward on capital account liberalization that takes into account individual country circumstances (initial conditions), as well as the relative priorities of different collateral benefits for that country'.

Contudo, Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2007, p.13) reconhecem a necessidade de um esforço adicional de pesquisa: ‘Although we have laid out a framework for thinking about these issues, further research is clearly needed in a number of areas before one can derive strong policy conclusions about the specifics of such an approach’. Se os benefícios da integração financeira são similares às condições iniciais necessárias para a concretização desses benefícios, e se um país tem condições de realizar reformas para reunir essas condições iniciais, não são evidentes os incentivos para um país incorrer nos riscos de instabilidade e crise resultantes da integração financeira.

### 2.3 A Literatura Empírica

Desde o final da década de 1990 é crescente o esforço de pesquisa empírica para investigar a relação entre integração financeira e crescimento econômico. No geral, os trabalhos estimam equações de crescimento para amostras de países, incluindo entre as variáveis explanatórias índices de integração financeira.

Grilli e Milesi-Ferretti (1995) estimam equações de crescimento para uma amostra de 61 países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1966-1989 e não encontram evidências de que a integração financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo. Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2006, 2010) estimam equações de crescimento para uma amostra de 70 países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1985-2004 e não encontram evidências de que a integração financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo.

Rodrik (1998) estima equações de crescimento para uma amostra de 100 países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1975-1989 e não encontra evidências de que a integração financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo. Edison, Levine, Ricci e Sløk (2002) estimam equações de crescimento para uma amostra de 57 países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1980-2000 e não encontram evidências de que a integração financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo, mesmo controlando para características financeiras, institucionais e políticas particulares.

Areta, Eichengreen e Wyplosz (2003) estimam equações de crescimento para uma amostra de 61 países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1973-1992 e encontram evidências frágeis de que a integração financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo, mesmo para países com alto nível de PIB *per capita*, de desenvolvimento institucional, de desenvolvimento financeiro e de abertura comercial. Edison, Klein, Ricci e Sløk (2004) estimam equações de crescimento para uma amostra de países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1975-1995 e não encontram evidências de que a integração financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo, exceto para um grupo de países de renda média.

Quinn (1997) estima equações de crescimento para uma amostra de 64 países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1960-1989 e encontra evidências de que a integração financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo. Bekaert, Harvey e Lundblad (2005) estimam equações de crescimento para uma amostra de 95 países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1980-1997 e encontram evidências de que a liberalização do mercado de capitais estimula o crescimento econômico de longo prazo e de que esse estímulo é mais acentuado em países com alto nível de desenvolvimento institucional. Klein (2005) estima equações de crescimento para uma amostra de 71 países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1976-1995 e encontra evidências de que a integração financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo, mas apenas para um grupo de países de nível médio de desenvolvimento institucional.

Essa síntese da literatura empírica sugere que não há evidências robustas e sistemáticas suficientes para corroborarem a hipótese de que a integração financeira estimula o crescimento econômico. Henry (2007) e Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2006) chamam a atenção para a existência de diversidade entre os

trabalhos em relação a um conjunto de aspectos metodológicos como uma possível explicação para ausência de evidências robustas e sistemáticas e os diferentes resultados encontrados:

i) diversidade quanto à amostra de países. Os trabalhos utilizam amostra de países desenvolvidos, ou amostra de países em desenvolvimento ou amostra de países desenvolvidos e em desenvolvimento, a amostra de países nunca é homogênea entre os trabalhos e, não raro, são utilizadas amostras distintas em um mesmo trabalho;

ii) diferenças quanto ao período de análise. Há um conjunto amplo de trabalhos cujo período em análise encerra-se no final da década de 80 e, portanto, não levam em consideração o período de integração dos países em desenvolvimento ao mercado financeiro internacional. Poucos trabalhos analisam a experiência pós-meados da década de 90;

iii) diversidade quanto à metodologia econométrica. Esse aspecto é especialmente relevante dado a possibilidade de que os índices de integração financeira e todas as variáveis explanatórias em equações de crescimento sejam endógenas, com conseqüências indesejadas para a estimação e inferência;

iv) diferenças em relação aos índices de integração financeira. Esse é um aspecto relevante de qualquer trabalho empírico nesta literatura, dado a dificuldade em mensurar adequadamente a integração financeira e as conseqüências indesejadas de erros de mensuração e endogeneidade para estimação e inferência.

Ademais, Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2006, 2007, 2010) sugerem que a ausência de evidência robusta pode ser resultado da má especificação da equação de crescimento: i) a integração financeira estimularia o crescimento econômico de longo prazo por estimular o desenvolvimento institucional, desenvolvimento financeiro e disciplina macroeconômica; ii) portanto, restaria pouco poder explicativo para índices de integração financeira em equações de crescimento que incluam entre as variáveis explanatórias medidas de qualidade das instituições, de desenvolvimento financeiro e de política macroeconômica.

Dado esse conjunto de lacunas, o presente trabalho pretende contribuir para a literatura empírica em cinco aspectos: i) utilizar dados para o período 1980-2004, quando de fato pode-se falar de integração financeira em contexto global; ii) utilizar uma amostra de países representativa da economia mundial e uma amostra de países em desenvolvimento; iii) utilizar um amplo e novo conjunto de índices de integração financeira *de jure* e *de facto*; iv) utilizar metodologia econométrica que permita obter estimativas consistentes e assintoticamente eficientes dos parâmetros de interesse, mesmo ao assumir a possível endogeneidade das variáveis explanatórias, inclusive índices de integração financeira; v) utilizar um arcabouço empírico unificado para testar um amplo conjunto de hipóteses, por meio de especificações para a equação de crescimento que sejam coerentes com as formulações teóricas.

### 3 Procedimentos Metodológicos

#### 3.1 Especificação do Modelo

A equação de crescimento está especificada na forma de um modelo dinâmico de dados em painel:

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = (\alpha - 1)y_{i,t-1} + x'_{i,t}\beta + u_{i,t} \quad i = 1, 2, \dots, N \text{ e } t = 2, 3, \dots, T \quad (1)$$

$$u_{i,t} = \gamma_t + \eta_i + v_{i,t}$$

Onde  $y_{i,t}$  é o logaritmo natural do PIB *per capita* para o país  $i$  no período  $t$ ,  $y_{i,t-1}$  é o logaritmo natural do PIB *per capita* para o país  $i$  no período  $t-1$ ,  $x'_{i,t}$  é um vetor-linha de possíveis determinantes do estado estacionário para o país  $i$  no período  $t$  e  $u_{i,t}$  é o termo de erro. O termo  $\gamma_t$  varia ao longo do tempo, é

constante entre os países e capta choques comuns a todos os países e não controlados pelas variáveis em  $x'_{i,t}$ . O termo  $\eta_i$  varia entre os países, é constante ao longo do tempo e controla para determinantes do crescimento não incluídos em  $x'_{i,t}$ . O termo  $v_{i,t}$  é o erro, varia entre os países e ao longo do tempo.

A variável dependente é a taxa de crescimento do PIB *per capita* real, média anual para cada período de cinco anos. As variáveis explanatórias são: i) PIB Inicial e Capital Humano, logaritmo natural do nível no ano inicial de cada período de cinco anos; ii) Comércio, Investimento, População, Lei e Ordem, Perfil, Burocracia, Crédito, Governo, Inflação, ERAIMF, ERARR, médias anuais para cada período de cinco anos. Além das variáveis listadas acima, serão utilizadas como variáveis explanatórias um conjunto de índices de integração financeira: i) dois índices *de jure*, CIIFI e SEIFI, médias anuais para cada período de cinco anos; e ii) dois índices *de facto*, LMFIFI e WDIIFI, médias anuais para cada período de cinco anos. As definições das variáveis e fontes de informações estão detalhadas na Tabela A1 em Apêndice.

As informações utilizadas para a estimação das equações de crescimento estão organizadas em cinco períodos de cinco anos não sobrepostos (1980-1984, 1985-1989, 1990-1994, 1995-1999, 2000-2004) e o painel é desbalanceado. As variáveis PIB Inicial e Capital Humano serão consideradas fracamente exógenas em todas as equações estimadas. As variáveis Comércio, Investimento, População, CIIFI, SEIFI, LMFIFI, WDIIFI, Lei e Ordem, Perfil, Burocracia, Crédito, Governo, Inflação, ERAIMF, ERARR e todas as variáveis de interação serão consideradas endógenas em todas as equações estimadas.

As equações de crescimento serão estimadas por meio do estimador *System GMM*, desenvolvido por Arellano e Bond (1991), Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998). A consistência do estimador GMM depende da validade das condições de momento. Serão considerados três testes de especificação sugeridos por Arellano e Bond (1991), Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998): i) o *Hansen Test* e o *Diff. Hansen Test*, que testam a hipótese nula de validade das condições de momento; ii) e o *AR(2)*, que testa a hipótese nula de inexistência de correlação serial de segunda ordem no termo de erro.

Três aspectos justificam a utilização do estimador *System GMM*: i) explorar a natureza temporal da relação entre as variáveis explanatórias e a taxa de crescimento do PIB *per capita*; ii) controlar para efeitos específicos a cada país não observáveis e choques específicos a cada período comuns a todos os países; iii) obter estimativas consistentes e assintoticamente eficientes dos parâmetros de interesse, mesmo ao assumir a possível endogeneidade das variáveis explanatórias. As estimações serão realizadas pelo *software Stata 10*, utilizando o comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009).

A amostra é composta de 105 países, 22 países desenvolvidos e 83 países em desenvolvimento. **Países desenvolvidos:** Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Islândia, Irlanda, Itália, Japão, Holanda, Nova Zelândia, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido, Estados Unidos. **Países em Desenvolvimento:** Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, Egito, Hong Kong, Índia, Indonésia, Israel, Jordânia, Coreia, Malásia, México, Paquistão, Peru, Filipinas, Arábia Saudita, Singapura, África do Sul, Tailândia, Turquia, Venezuela, Argélia, Bahrein, Bangladesh, Benin, Bolívia, Botsuana, Burkina Faso, Camarões, Chade, Dem. Rep. do Congo, Rep. do Congo, Costa Rica, Costa do Marfim, República Dominicana, Equador, El Salvador, Etiópia, Fiji, Garbon, Gana, Guatemala, Guiné, Haiti, Honduras, Irã, Jamaica, Quênia, Kuwait, Líbano, Líbia, Madagáscar, Malawi, Mali, Malta, Maurícius, Marrocos, Birmânia, Nepal, Nicarágua, Níger, Nigéria, Omã, Panamá, Papua Nova Guiné, Paraguai, Catar, Ruanda, Senegal, Sri Lanka, Sudão, Suazilândia, Síria República Árabe, Tanzânia, Togo, Trindade e Tobago, Tunísia, Uganda, Emirados Árabes Unidos, Uruguai e Zâmbia.

### 3.2 Estratégia Empírica

Para testar o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita*, serão estimadas equações de crescimento incluindo entre as variáveis explanatórias índices de

integração financeira. Especificamente, serão utilizados os índices *de jure* CIIFI e SEIFI e os índices *de facto* LMFIFI e WDIIFI. Se os coeficientes associados aos índices de integração financeira forem positivos e estatisticamente significativos, existe evidência de que a integração financeira estimula o crescimento de longo prazo do PIB *per capita*.

Para testar se o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* depende do nível de desenvolvimento institucional, nível de desenvolvimento financeiro, nível de abertura comercial e nível de estabilidade macroeconômica, serão estimadas equações de crescimento incluindo entre as variáveis explanatórias um termo de interação entre cada índice de integração financeira CIIFI, SEIFI, LMFIFI e WDIIFI ( $ifi_{i,t}$ ) e cada variável Lei e Ordem, Perfil, Burocracia, Crédito, Comércio, Governo, Inflação, ERAIMF e ERARR ( $thr_{i,t}$ ):

$$\theta_1 ifi_{i,t} + \theta_2 ifi_{i,t} * thr_{i,t} + \theta_3 thr_{i,t} \quad (2)$$

Onde o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* é dado por:

$$\partial \Delta y_{i,t} / \partial ifi_{i,t} = \theta_1 + \theta_2 thr_{i,t} \quad (3)$$

Com  $\theta_1 < 0$  e  $\theta_2 > 0$ , ambos estatisticamente significativos, se  $thr_{i,t}$  for Lei e Ordem, Perfil ou Burocracia, existe evidência de que o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* depende do nível de desenvolvimento institucional e de que a integração financeira estimula o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* apenas em países com alto nível de desenvolvimento institucional.

Com  $\theta_1 < 0$  e  $\theta_2 > 0$ , ambos estatisticamente significativos, se  $thr_{i,t}$  for Crédito, existe evidência de que o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* depende do nível de desenvolvimento financeiro e de que a integração financeira estimula o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* apenas em países com alto nível de desenvolvimento financeiro.

Com  $\theta_1 < 0$  e  $\theta_2 > 0$ , ambos estatisticamente significativos, se  $thr_{i,t}$  for Comércio, existe evidência de que o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* depende do nível de abertura comercial e de que a integração financeira estimula o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* apenas em países com alto nível de abertura comercial.

Com  $\theta_1 < 0$  e  $\theta_2 < 0$ , ambos estatisticamente significativos, se  $thr_{i,t}$  for Governo ou Inflação, existe evidência de que o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* depende do nível de gastos do governo e inflação e de que a integração financeira estimula o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* apenas em países com baixo nível de gastos do governo e de inflação.

Com  $\theta_1 < 0$  e  $\theta_2 > 0$ , ambos estatisticamente significativos, se  $thr_{i,t}$  for ERAIMF ou ERARR, existe evidência de que o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* depende do nível de flexibilidade do regime cambial e de que a integração financeira estimula o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* apenas em países com alto nível de flexibilidade do regime cambial.

Ademais, como para a nova visão a integração financeira estimula o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* por meio do desenvolvimento institucional, desenvolvimento financeiro e disciplina na política macroeconômica, uma vez incluídas variáveis de controle para essas três dimensões na equação de

crescimento, não restaria poder explicativo para os índices de integração financeira. Isso implica a adoção de uma especificação parcimoniosa para a equação de crescimento.

#### **4 Integração Financeira e Crescimento Econômico: Evidência Econométrica**

Foram estimadas 80 equações de crescimento, 40 para a amostra total de países e 40 para a amostra de países em desenvolvimento, apresentadas nas Tabelas A2 a A7 em Apêndice. Os testes *Hansen Test*, *Diff. Hansen Test* e *AR(2)* não rejeitam a especificação para cada uma das 80 equações estimadas (exceto o teste *Diff. Hansen Test*, apenas para uma equação, na coluna 2 da Tabela A2).

##### **4.1 Integração Financeira e Crescimento Econômico de Longo Prazo**

A Tabela A2 em Apêndice apresenta resultados de regressões que testam a relação entre integração financeira e crescimento de longo prazo do PIB *per capita* utilizando os índices de integração financeira CIIFI, SEIFI, LMFIFI e WDIFI.

Para a amostra total de países apenas os coeficientes associados aos índices de integração financeira SEIFI e WDIFI são positivos. Para a amostra de países em desenvolvimento, apenas o coeficiente associado ao índice WDIFI é positivo. No entanto, tanto para a amostra total quanto para a amostra de países em desenvolvimento, os coeficientes associados aos índices de integração financeira não são positivos e estatisticamente significativos.

Portanto, as evidências apresentadas para a amostra total de países e para a amostra de países em desenvolvimento não corroboram a hipótese de que a integração financeira estimula o crescimento de longo prazo do PIB *per capita*.

##### **4.2 Integração Financeira, Ambiente Institucional e Crescimento Econômico de Longo Prazo**

As Tabelas A3 e A4 em Apêndice apresentam resultados de regressões que testam se o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* depende do nível de desenvolvimento institucional, utilizando os índices de integração financeira CIIFI, SEIFI, LMFIFI e WDIFI.

Na tabela A3 utilizam-se os índices de integração financeira *de jure* CIIFI e SEIFI. Não há equação estimada para a qual o coeficiente associado a um índice de integração financeira (CIIFI, SEIFI) é negativo e o coeficiente associado a uma variável de interação (CIIFI x Lei e Ordem, CIIFI x Perfil, CIIFI x Burocracia; SEIFI x Lei e Ordem, SEIFI x Perfil, SEIFI x Burocracia) é positivo, ambos estatisticamente significativos.

Na tabela A4 utilizam-se os índices de integração financeira *de facto* LMFIFI e WDIFI. Para a amostra de países em desenvolvimento, nas colunas 7 e 10, observa-se que os coeficientes associados aos índices de integração financeira LMFIFI e WDIFI são negativos e os coeficientes associados às variáveis de interação LMFIFI x Lei e Ordem e WDIFI x Lei e Ordem são positivos, ambos estatisticamente significativos.

As evidências para a amostra total de países e para a amostra de países em desenvolvimento não corroboram a hipótese de que o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* depende do nível de desenvolvimento institucional e de que a integração financeira estimula o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* em países com instituições desenvolvidas.

##### **4.3 Integração Financeira, Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Econômico de Longo Prazo**

A Tabela A5 em Apêndice, colunas (1)-(4) e (9)-(12), apresenta resultados de regressões que testam se o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* depende do nível de desenvolvimento financeiro, utilizando os índices de integração financeira CIIFI, SEIFI, LMFIFI e WDIIFI.

Para a amostra total de países e para a amostra de países em desenvolvimento, não há equação estimada para a qual o coeficiente associado a um índice de integração financeira (CIIFI, SEIFI, LMFIFI e WDIIFI) é negativo e o coeficiente associado a uma variável de interação (CIIFI x Crédito, SEIFI x Crédito, LMFIFI x Crédito e WDIIFI x Crédito) é positivo, ambos estatisticamente significativos.

As evidências para a amostra total de países e para a amostra de países em desenvolvimento não corroboram a hipótese de que o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* depende do nível de desenvolvimento financeiro e de que a integração financeira estimula o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* em países com sistema financeiro desenvolvido.

#### **4.4 Integração Financeira, Abertura Comercial e Crescimento Econômico de Longo Prazo**

A Tabela A5 em Apêndice, colunas (5)-(8) e (13)-(16), apresenta resultados de regressões que testam se o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* depende do nível de abertura comercial, utilizando os índices de integração financeira CIIFI, SEIFI, LMFIFI e WDIIFI.

Para a amostra total de países e para a amostra de países em desenvolvimento, não há equação estimada para a qual o coeficiente associado a um índice de integração financeira (CIIFI, SEIFI, LMFIFI e WDIIFI) é negativo e o coeficiente associado a uma variável de interação (CIIFI x Comércio, SEIFI x Comércio, LMFIFI x Comércio e WDIIFI x Comércio) é positivo, ambos estatisticamente significativos.

As evidências para a amostra total de países e para a amostra de países em desenvolvimento não corroboram a hipótese de que o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* depende do nível de abertura comercial e de que a integração financeira estimula o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* em países abertos ao comércio internacional.

#### **4.5 Integração Financeira, Política Macroeconômica e Crescimento Econômico de Longo Prazo**

A Tabela A6 em Apêndice apresenta resultados de regressões que testam se o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* depende do ambiente macroeconômico (gastos do governo e inflação), utilizando os índices de integração financeira CIIFI, SEIFI, LMFIFI e WDIIFI.

Para a amostra total de países e para a amostra de países em desenvolvimento, não há equação estimada para a qual o coeficiente associado a um índice de integração financeira (CIIFI, SEIFI, LMFIFI e WDIIFI) é negativo e o coeficiente associado a uma variável de interação (CIIFI x Governo, SEIFI x Governo, LMFIFI x Governo, WDIIFI x Governo; CIIFI x Inflação, SEIFI x Inflação, LMFIFI x Inflação, WDIIFI x Inflação) é negativo, ambos estatisticamente significativos.

As evidências para a amostra total de países e para a amostra de países em desenvolvimento não corroboram a hipótese de que o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* depende do ambiente macroeconômico e de que a integração financeira estimula o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* em países com políticas fiscal e monetária austeras.

#### **4.6 Integração Financeira, Regime Cambial e Crescimento Econômico de Longo Prazo**

A Tabela A7 em Apêndice apresenta resultados de regressões que testam se o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* depende do nível de flexibilidade cambial, utilizando os índices de integração financeira CIIFI, SEIFI, LMFIFI e WDIFI.

Para a amostra total de países e para a amostra de países em desenvolvimento, não há equação estimada para a qual o coeficiente associado a um índice de integração financeira (CIIFI, SEIFI, LMFIFI e WDIFI) é negativo e o coeficiente associado a uma variável de interação (CIIFI x ERAIMF, SEIFI x ERAIMF, LMFIFI x ERAIMF, WDIFI x ERAIMF; CIIFI x ERARR, SEIFI x ERARR, LMFIFI x ERARR, WDIFI x ERARR) é positivo, ambos estatisticamente significativos.

As evidências para a amostra total de países e para a amostra de países em desenvolvimento não corroboram a hipótese de que o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* depende do nível de flexibilidade do regime cambial e de que a integração financeira estimula o crescimento de longo prazo do PIB *per capita* em países com regime cambial flexível.

## 5 Considerações Finais

Esse trabalho realiza uma ampla investigação econométrica acerca das relações entre integração financeira e crescimento econômico de longo prazo. Os procedimentos metodológicos contribuem para a literatura em aspectos relevantes: i) utiliza-se o estimador *System GMM*, o qual permite obter estimativas consistentes e assintoticamente eficientes dos parâmetros de interesse; ii) faz-se uso de uma amostra de países representativa da economia mundial e uma amostra de países em desenvolvimento; iii) os dados abrangem o período 1980-2004, caracterizado pela formação de um mercado financeiro global; iv) utiliza-se um novo e amplo conjunto de índices de integração financeira *de jure* e *de facto*; e v) testa se o efeito marginal da integração financeira sobre o crescimento econômico de longo prazo depende de um conjunto de características econômicas, institucionais e políticas nas economias nacionais.

Com base nessa amostra de países, período analisado e abordagem econométrica, os resultados sugerem um padrão claro: i) não há evidências de que a integração financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo; ii) não há evidências de que o efeito da integração financeira sobre o crescimento econômico de longo prazo depende do nível de desenvolvimento institucional, nível de desenvolvimento financeiro, nível de abertura comercial, nível de estabilidade macroeconômica e nível de flexibilidade do regime cambial. Em resumo, as evidências não corroboram a hipótese de que a integração financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo, mesmo para países com alto nível de desenvolvimento institucional, de desenvolvimento financeiro, de abertura comercial, de estabilidade macroeconômica e de flexibilidade do regime cambial.

A pressão exercida durante a década de 1990 para que os países em desenvolvimento completassem o processo de integração financeira, concretizada na proposta do FMI de mudança do artigo VI de seus estatutos, tinha por base o argumento de que nesses países o crescimento econômico era constrangido pelo baixo nível da poupança doméstica, de modo que a integração financeira permitiria a captação de poupança externa necessária para financiar a acumulação de capital e o crescimento econômico. Admitiam-se os riscos na forma crise, mas supunha-se que poderiam ser evitados por meio da realização de reformas prévias para eliminarem distorções domésticas. As evidências acumuladas explicitam as previsões contra factuais do modelo teórico subjacente a esta abordagem: os capitais fluem dos países em desenvolvimento para os países desenvolvidos e os países em desenvolvimento que exportam capitais crescem mais rápido do que aqueles que importam capitais.

Em um conjunto de trabalhos publicado desde 2003, economistas ligados ao departamento de pesquisa do FMI reconhecem as previsões contra factuais do modelo neoclássico e argumentam, no que foi denominado de nova visão, que os benefícios da integração financeira para os países em desenvolvimento

seriam indiretos, na forma de desenvolvimento institucional, desenvolvimento financeiro e disciplina macroeconômica. Esses benefícios indiretos estimulariam o crescimento da produtividade total dos fatores e crescimento de longo prazo do PIB *per capita*, mas apenas em países onde existissem condições adequadas relativas ao nível de desenvolvimento institucional, de desenvolvimento financeiro, de estabilidade macroeconômica e de abertura comercial. Na ausência dessas condições iniciais adequadas, a integração financeira poderia resultar em instabilidade e crise.

Nessa nova visão, não obstante o reconhecimento de que um esforço adicional de pesquisa é necessário, o viés pró-liberalização permanece e a integração financeira é considerada inevitável, restando a cada país administrá-la de maneira adequada levando em consideração seus constrangimentos, dados pelas condições iniciais. Os resultados econométricos apresentados ao longo deste trabalho, ao explicitarem a ausência de evidências de que a integração financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo, mesmo em países onde existam condições iniciais consideradas adequadas, são um questionamento contundente aos fundamentos subjacentes às recomendações de política para a liberalização da Conta Capital e Financeira. Portanto, estamos de acordo com Rodrik e Subramanian (2009, p. 136), para quem 'It is time for a new paradigm on financial globalization, and one that recognizes that more is not necessarily better'.

## Referências Bibliográficas

- ALVAREZ, J.; ARELLANO, M. The Time Series and Cross-Section Asymptotics of Dynamic Panel Data Estimators. *Econometrica*, Vol. 71, nº 4, p. 1121-1159, 2003.
- ARELLANO, M.; BOND, S. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies*, Vol.58, nº 2, p.277-297, 1991.
- ARELLANO, M.; BOVER, O. Another Look at the Instrumental-Variable Estimation of Error-Components Models. *Journal of Econometrics*, Vol.68, p.29-51, 1995.
- ARETA, C.; EICHENGREEN, B.; WYPLOSZ, C; When Does Capital Account Liberalization Help More Than It Hurts? In: HELPMAN, E., SADKA, E. (eds.). *Economic Policy in the International Economy: Essays in Honor of Assaf Razin*. Cambridge, Cambridge University Press, 2003.
- BARRO, R. J.; LEE, J. W. International Data on Educational Attainment: Update and Implications. *Oxford Economic Papers*, v. 53, n. 3, p. 541-563, 2001.
- BEKAERT, G.; HARVEY, C. R.; LUNDBLAD, C. Does Financial Liberalization Spur Growth? *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, nº 1, p.3-55, 2005.
- BHAGWATI, J. The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars. *Foreign Affairs*, Vol. 77, nº 3, p. 7-12, 1998.
- BLUNDELL, R.; BOND, S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, Vol.87, p.115-143, 1998.
- BOND, S.; HOEFFLER, A.; TEMPLE, J. GMM Estimation of Empirical Growth Models. University of Oxford, The Institute for Fiscal Studies, Working Paper nº 21, 2001.
- CHINN, M., ITO, H. A New Measure of Financial Openness. *Journal of Comparative Policy Analysis*, Vol. 10, nº 3, p.309-322, 2008.
- EDISON, H. J.; LEVINE, R.; RICCI, A. L.; SLØK, T. International Financial Integration and Economic Growth. *Journal of International Money and Finance*, Vol.21, nº 6, p.749-776, 2002.
- EDISON, H. J.; KLEIN, M. W.; RICCI, A. L.; SLØK, T. Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis. *IMF Staff Papers*, Vol. 51, nº 2, p.220-256, 2004.
- EDWARDS, S. Capital Controls, Sudden Stops and Current Account Reversals. National Bureau of Economic Research, Working Paper nº 11170, 2005.

- EDWARDS, S. Capital Controls, Capital Flows Contractions, and Macroeconomic Vulnerability. *Journal of International Money and Finance*, Vol.26, n° 5, p.814-840, 2007.
- EICHENGREEN, B.; MUSSA, M.; DELL'ARICCIA, G.; DETRAGIACHE, E.; MILESI-FERRETTI, G. M.; TWEEDIE, A. Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects. International Monetary Fund, *Occasional Paper* n° 172, 1998.
- EICHENGREEN, B. The Cautious Case for Capital Flows. University of California, 2007.
- ILZETZKI, E.; REINHART, C. M.; ROGOFF, K. Exchange Rate Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?. University of Harvard, 2008.
- FISHER, S. Capital Account Liberalization and the Role of the IMF. In: PETER, B. Kenen (ed.). *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility*. Princeton University, Department of Economics, Essays in international Finance n° 207, 1998.
- FISHER, S. Globalization and Its Challenges. *American Economic Review*, Vol.93, n° 2, p.1-30, 2003.
- GOURINCHAS, P. O.; JEANNE, O. The Elusive Gains from International Financial Integration. *Review of Economic Studies*, Vol. 73, n° 3, p.715-741, 2006.
- GRILLI, V.; MILESI-FERRETTI, J. M. Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls. *IMF Staff Papers*, Vol. 42, n° 3, p.517-551, 1995.
- HENRY, P. B. Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation. *Journal of Economic Literature*, Vol. 45, n° 4, p.887-935, 2007.
- KLEIN, M. W. Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence. National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 11112, 2005.
- KOSE, M. A.; PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S. Financial Globalization: A Reappraisal. International Monetary Fund, Working Paper n° 189, 2006.
- KOSE, M. A.; PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S. Financial Globalization: Beyond the Blame Game. *Finance & Development*, Vol. 44, n° 1, p.9-13, march 2007.
- KOSE, M. A.; PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S. Financial Globalization and Economic Policies. In: RODRIK, D.; ROSENZWEING, M (eds.). *Handbook of Development Economics*. The Netherlands: Elsevier BV., Volume 5, 2010.
- LANE, P. R.; MILESI-FERRETTI, G. M. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004. *Journal of International Economics*, Vol. 73, n° 2, p.263-294, 2007.
- POLITICAL SERVICE RISK GROUP. *International Country Risk Guide*. PSRG: Nova York, 2008.
- PRASAD, E., RAJAN, R. G. A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 38, n° 3, p.149-172, 2008.
- PRASAD, E., RAJAN, R. G., SUBRAMANIAN, A. Foreign Capital and Economic Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 38, n° 1, p. 153-230, 2007.
- PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S.; KOSE, M. A. Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. International Monetary Fund, *Occasional Paper* n° 220, 2003.
- QUINN, D. P. The Correlates of Change in International Financial Regulation. *American Political Science Review*, Vol. 91, n° 3, p.531-551, 1997.
- RODRIK, D. Who Needs Capital-Account Convertibility? In: PETER, B. K. (ed.). *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?* Princeton University, Department of Economics, Essays in International Finance n° 207, 1998.

RODRIK, D.; SUBRAMANIAN, A. Why Did Financial Globalization Disappoint? *IMF Staff Papers*, Vol. 56, nº 1, p.112-138, 2009.

ROODMAN, D. How to Do xtabond2: An Introduction to Difference and System GMM in Stata. *The Stata Journal*, Vol. 9, nº 1, p.86-136, 2009.

STIGLITZ, J. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. *World Development*, Vol. 28, nº 6, p. 1075-1086, 2000.

STULZ, R. M. The Limits of Financial Globalization. *Journal of Finance*, Vol. 60, nº 4, p.1595-1638, 2005.

WINDMEIJER, F. A Finite Sample Correction for the Variance of Linear Efficient Two-Step GMM Estimators. *Journal of Econometrics*, Vol. 126, nº 1, p.25-51, 2005.

WORLD BANK. World Development Indicators. WB: Washington, 2007.

## Apêndice

Table A1: Descrição e Fonte de Variáveis

Variáveis	Descrição	Fonte
Crescimento do PIB	Taxa de crescimento do PIB <i>per capita</i> real, calculada como a diferença entre o logaritmo natural do PIB <i>per capita</i> no ano inicial e final em cada período de cinco anos ( $y_{i,t} - y_{i,t-5}$ ), incluída na equação de crescimento como média anual para cada período de cinco anos. O PIB <i>per capita</i> é PPP, está em \$ internacional, constante de 2000.	World Development Indicators (2007)
PIB Inicial	Nível do PIB <i>per capita</i> real, incluída na equação de crescimento como o logaritmo natural no ano inicial de cada período de cinco anos. O PIB <i>per capita</i> é PPP, está em \$ internacional, constante de 2000.	World Development Indicators (2007)
Capital Humano	Média dos anos de escolaridade da população com idade superior a 15 anos, incluída na equação de crescimento como o logaritmo natural no ano inicial de cada período de cinco anos.	Barro e Lee (2001)
Comércio	Soma de importações + exportações de bens e serviços como % do PIB, incluída na equação de crescimento como a média anual para cada período de cinco anos.	World Development Indicators (2007)
Investimtno	Formação bruta de capital fixo como % do PIB, incluída na equação de crescimento como a média anual para cada período de cinco anos.	World Development Indicators (2007)
População	Taxa de crescimento da população, calculada como a diferença entre o logaritmo natural da população no ano inicial e final de cada período de cinco anos ( $P_{i,t} - P_{i,t-5}$ ), incluída na equação de crescimento como a média anual para cada período de cinco anos.	World Development Indicators (2007)
CIIFI	Informa a existência ou inexistência de controles legais sobre os fluxos de capitais e a intensidade de <i>enforcement</i> desses controles. É um índice de integração financeira <i>de jure</i> , a escala é 0-100 e um maior valor indica maior nível de integração. Incluída na equação de crescimento como média anual para cada período de cinco anos.	Chinn e Ito (2008)
SEIFI	Informa a existência ou inexistência de controles legais sobre os fluxos de capitais e a intensidade de <i>enforcement</i> desses controles. É um índice de integração financeira <i>de jure</i> , a escala é 0-100 e um maior valor indica maior nível de integração. Incluída na equação de crescimento como média anual para cada período de cinco anos.	Edwards (2005, 2007)
LMFIFI	Soma de estoque de ativos e obrigações relativos a Investimento Externo Direto, Investimento de Portfólio, Outros Investimentos e Derivativos Financeiros como proporção do PIB. É um índice de integração financeira <i>de facto</i> e um maior valor indica maior nível de integração. Incluída na equação de crescimento como média anual para cada período de cinco anos.	Lane e Milesi-Ferretti (2007)
WDIIFI	Soma dos fluxos de entrada e saída de capitais relativos a Investimento Externo Direto, Investimento de Portfólio e Outros Investimentos, como % do PIB. É um índice de integração financeira <i>de facto</i> e um maior valor indica maior nível de integração. Incluída na equação de crescimento como média anual para cada período de cinco anos.	World Development Indicators (2007)
Lei e Ordem	"Two measures comprising one risk component. Each sub-component equals half of the total. The "law" sub-component assesses the strength and impartiality of the legal system, and the "order" sub-component assesses popular observance of the law" (ICRG, 2008). Escala de 0 a 6, com um alto valor significando baixo risco.	International Country Risk Guide (2008)
Perfil	"A measure of the government's attitude toward inward investment as determined by four components: the risk to operations, taxation, repatriation, and labor costs" (ICRG, 2008). Escala de 0 a 12, com um valor alto significando baixo risco.	International Country Risk Guide (2008)
Burocracia	"Institutional strength and quality of the bureaucracy is a shock absorber that tends to minimize revisions of policy when governments change. In low-risk countries, the bureaucracy is somewhat autonomous from political pressure" (ICRG, 2008). Escala de 0 a 4, com uma alto valor significando baixo risco.	International Country Risk Guide (2008)
Crédito	Crédito ao setor privado como % do PIB, incluída na equação de crescimento como a média anual para cada período de cinco anos.	World Development Indicators (2007)

Governo	Gastos do governo em consumo como % do PIB, incluída na equação de crescimento como a média anual para cada período de cinco anos.	World Development Indicators (2007)
Inflação	Varição anual percentual do índice de preço ao consumidor, incluída na equação de crescimento como a média anual para cada período de cinco anos.	World Development Indicators (2007)
ERAIMF	Classificação <i>de jure</i> do Fundo Monetário Internacional relativa ao regime cambial, a escala é 1-4, do regime mais rígido para o mais flexível: $ERAIMF_t \in \{1,2,3,4\} = \{fix, peg, managed float, float\}$ . Variável incluída na equação de crescimento como média anual para cada período de cinco anos.	Ilzetzki, Reinhart e Rogoff (2008)
ERARR	Classificação <i>de facto</i> de Ilzetzki, Reinhart e Rogoff (2008) relativa ao regime cambial, a escala é 1-4, do regime mais rígido para o mais flexível: $ERARR_t \in \{1,2,3,4\} = \{fix, peg, managed float, float\}$ . Variável incluída na equação de crescimento como média anual para cada período de cinco anos.	Ilzetzki, Reinhart e Rogoff (2008)

Tabela A2: Integração Financeira e Crescimento de Longo Prazo do PIB *per capita* – System GMM

	Amostra Total				Países em Desenvolvimento			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
PIB Inicial	-0,0024 (0,0044)	-0,0036 (0,0051)	-0,0016 (0,0057)	-0,0026 (0,0045)	-0,0047 (0,0068)	-0,0029 (0,0059)	-0,0039 (0,0067)	-0,0056 (0,0046)
Capital Humano	0,0083 (0,0099)	0,0059 (0,0078)	0,0042 (0,0093)	0,0078 (0,0088)	0,0116 (0,0088)	0,0075 (0,0081)	0,0113 (0,0087)	0,0149 (0,0086)*
Comércio	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0001 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0001 (0,0000)
Investimento	0,0016 (0,0006)***	0,0017 (0,0006)***	0,0013 (0,0005)**	0,0017 (0,0005)***	0,0013 (0,0005)**	0,0015 (0,0005)***	0,0011 (0,0005)**	0,0017 (0,0004)***
População	-0,3709 (0,5456)	-0,3501 (0,5933)	-0,4814 (0,6167)	-0,2315 (0,5460)	-0,4870 (0,7322)	-0,4403 (0,6315)	-0,6496 (0,6902)	-0,1867 (0,6039)
CIIFI	-0,0000 (0,0000)				-0,0000 (0,0000)			
SEIFI		0,0000 (0,0000)				-0,0000 (0,0001)		
LMFIFI			-0,0000 (0,0008)				-0,0000 (0,0008)	
WDIIFI				0,0000 (0,0000)				0,0000 (0,0000)
AR(2)	0,754	0,750	0,866	0,811	0,540	0,503	0,692	0,461
Hansen Test	0,271	0,204	0,222	0,277	0,516	0,500	0,590	0,664
Dif. Hansen Test	0,275	0,058	0,194	0,362	0,950	0,743	0,745	0,992
Nº Observações	414	418	418	408	307	308	308	298

Nota: A variável dependente é a taxa de crescimento do PIB *per capita* real, média anual para cada período de cinco anos. As variáveis PIB Inicial e Capital Humano estão expressas em logaritmo natural. Todas as estimações incluem *dummies* temporais e uma constante, não reportadas. \*, \*\*, \*\*\*, significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Todas as estimações foram realizadas por System GMM, utilizando o comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009) para o software Stata. Todas as estimações são *two-step*, os erros-padrão estão em parêntese e são corrigidos utilizando o procedimento desenvolvido por Windmeijer (2005). São reportados os p-valores das estatísticas de teste AR(2), Hansen Test e Diff. Hansen Test.

Tabela A3: Integração Financeira, Ambiente Institucional e Crescimento de Longo Prazo do PIB *per capita* (I) – System GMM

	Amostra Total de Países						Amostra de Países em Desenvolvimento						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	
PIB Inicial	-0,0051 (0,0038)	-0,0055 (0,0036)	-0,0050 (0,0043)	-0,0101 (0,0045)**	-0,0050 (0,0038)	-0,0094 (0,0045)**	-0,0078 (0,0039)**	-0,0058 (0,0043)	-0,0074 (0,0082)	-0,0124 (0,0059)**	-0,0076 (0,0046)	-0,0074 (0,0070)	
Capital Humano	-0,0023 (0,0066)	-0,0004 (0,0079)	-0,0023 (0,0061)	-0,0024 (0,0062)	-0,0013 (0,0063)	-0,0026 (0,0055)	0,0052 (0,0056)	-0,0026 (0,0067)	0,0019 (0,0068)	0,0030 (0,0084)	-0,0037 (0,0059)	-0,0004 (0,0060)	
Comércio	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	
Investimento	0,0015 (0,0003)***	0,0014 (0,0004)***	0,0013 (0,0004)***	0,0013 (0,0003)***	0,0012 (0,0004)***	0,0010 (0,0003)***	0,0006 (0,0005)	0,0010 (0,0004)**	0,0006 (0,0005)	0,0007 (0,0006)	0,0010 (0,0005)*	0,0008 (0,0004)*	
População	-1,0792 (0,3593)***	-0,8046 (0,3483)**	-1,2482 (0,3885)***	-1,2645 (0,3939)***	-0,7938 (0,3697)**	-1,2345 (0,3780)***	-1,5558 (0,4707)***	-1,0366 (0,3709)***	-1,3504 (0,5881)**	-1,7161 (0,7464)**	-1,3253 (0,5101)***	-1,2644 (0,6460)**	
CIIFI	0,0000 (0,0001)	0,0002 (0,0001)*	0,0000 (0,0001)										
SEIFI				0,0000 (0,0001)	0,0004 (0,0002)**	0,0000 (0,0001)					-0,0000 (0,0003)	0,0005 (0,0003)	0,0002 (0,0002)
CIIFI x Lei e Ordem	-0,0000 (0,0000)						0,0000 (0,0000)						
CIIFI x Perfil		-0,0000 (0,0000)*						-0,0000 (0,0000)*					
CIIFI x Burocracia			-0,0000 (0,0000)						-0,0000 (0,0001)				
SEIFI x Lei e Ordem				0,0000 (0,0000)						0,0000 (0,0001)			
SEIFI x Perfil					-0,0000 (0,0000)**						-0,0000 (0,0000)*		
SEIFI x Burocracia						0,0000 (0,0000)						-0,0000 (0,0001)	
Lei e Ordem	0,0025 (0,0027)			0,0005 (0,0035)			0,0030 (0,0039)			0,0048 (0,0074)			
Perfil		0,0057 (0,0019)***			0,0090 (0,0027)***			0,0085 (0,0028)***			0,0112 (0,0039)***		
Burocracia			0,0005 (0,0042)			0,0017 (0,0045)			0,0063 (0,0051)			0,0048 (0,0064)	
AR(2)	0,821	0,498	0,822	0,837	0,519	0,768	0,614	0,356	0,509	0,679	0,432	0,557	
Hansen Test	0,642	0,556	0,606	0,699	0,473	0,671	0,999	0,987	0,990	0,995	0,996	0,999	
Diff. Hansen Test	0,989	0,899	0,919	0,847	0,898	0,954	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	
Nº Observações	380	380	380	384	384	384	275	275	275	276	276	276	

Nota: A variável dependente é a taxa de crescimento do PIB *per capita* real, média anual para cada período de cinco anos. As variáveis PIB Inicial e Capital Humano estão expressas em logaritmo natural. Todas as estimações incluem *dummies* temporais e uma constante, não reportadas. \*, \*\*, \*\*\*, significativos a 10%, 5% e 1 %, respectivamente. Todas as estimações foram realizadas por System GMM, utilizando o comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009) para o *software Stata*. Todas as estimações são *two-step*, os erros-padrão estão em parêntese e são corrigidos utilizando o procedimento desenvolvido por Windmeijer (2005). São reportados os p-valores das estatísticas de teste AR(2), Hansen Test e Diff. Hansen Test.

Tabela A4: Integração Financeira, Ambiente Institucional e Crescimento de Longo Prazo do PIB *per capita* (II) – System GMM

	Amostra Total de Países						Amostra de Países em Desenvolvimento					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
PIB Inicial	-0,0078 (0,0043)*	-0,0077 (0,0035)**	-0,0045 (0,0037)	-0,0084 (0,0048)*	-0,0070 (0,0037)*	-0,0065 (0,0042)	-0,0107 (0,0051)**	-0,0056 (0,0043)	-0,0067 (0,0047)	-0,0117 (0,0060)*	-0,0092 (0,0049)*	-0,0078 (0,0050)
Capital Humano	0,0016 (0,0087)	-0,0000 (0,0077)	-0,0023 (0,0065)	0,0016 (0,0087)	0,0021 (0,0078)	-0,0009 (0,0079)	0,0102 (0,0093)	-0,0032 (0,0078)	0,0024 (0,0067)	0,0132 (0,0082)	0,0042 (0,0078)	0,0041 (0,0092)
Comércio	0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)
Investimento	0,0012 (0,0004)***	0,0011 (0,0004)***	0,0014 (0,0004)***	0,0012 (0,0004)***	0,0014 (0,0004)***	0,0012 (0,0003)***	0,0007 (0,0005)	0,0010 (0,0004)**	0,0011 (0,0004)**	0,0007 (0,0006)	0,0012 (0,0002)***	0,0010 (0,0004)**
População	-1,3322 (0,3456)***	-1,2041 (0,3219)***	-1,4034 (0,3629)***	-1,2181 (0,3859)***	-0,9257 (0,3201)***	-1,3670 (0,4445)***	-1,7308 (0,4712)***	-1,1086 (0,4101)***	-1,5762 (0,4255)***	-1,3135 (0,3607)***	-0,6257 (0,3919)	-1,3744 (0,4649)***
LMFIFI	-0,0023 (0,0019)	0,0008 (0,0008)	-0,0001 (0,0018)				-0,0065 (0,0035)*	0,0006 (0,0009)	-0,0012 (0,0021)			
WDIIFI				-0,0001 (0,0001)	0,0000 (0,0001)	-0,0000 (0,0000)				-0,0002 (0,0000)***	0,0000 (0,0001)	-0,0000 (0,0000)
LMFIFI x Lei e Ordem	0,0006 (0,0004)						0,0015 (0,0007)**					
LMFIFI x Perfil		-0,0000 (0,0001)						-0,0000 (0,0001)				
LMFIFI x Burocracia			0,0002 (0,0005)						0,0007 (0,0006)			
WDIIFI x Lei e Ordem				0,0000 (0,0000)*						0,0000 (0,0000)***		
WDIIFI x Perfil					-0,0000 (0,0000)						0,0000 (0,0000)	
WDIIFI x Burocracia						0,0000 (0,0000)						0,0000 (0,0000)***
Lei e Ordem	0,0005 (0,0021)			0,0015 (0,0020)			0,0022 (0,0037)			0,0057 (0,0030)*		
Perfil		0,0027 (0,0011)**			0,0035 (0,0010)***			0,0057 (0,0018)***			0,0068 (0,0022)***	
Burocracia			-0,0008 (0,0032)			0,0002 (0,0034)			0,0005 (0,0035)			0,0022 (0,0040)
AR(2)	0,954	0,710	0,979	0,977	0,693	0,974	0,859	0,328	0,732	0,799	0,326	0,709
Hansen Test	0,572	0,721	0,666	0,565	0,666	0,590	0,998	0,998	0,999	0,999	0,985	0,999
Diff. Hansen Test	0,659	0,998	0,803	0,549	0,978	0,708	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Nº Observações	384	384	384	374	374	374	276	276	276	266	266	266

Nota: A variável dependente é a taxa de crescimento do PIB *per capita* real, média anual para cada período de cinco anos. As variáveis PIB Inicial e Capital Humano estão expressas em logaritmo natural. Todas as estimações incluem *dummies* temporais e uma constante, não reportadas. \*, \*\*, \*\*\*, significativos a 10%, 5% e 1 %, respectivamente. Todas as estimações foram realizadas por *System GMM*, utilizando o comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009) para o *software Stata*. Todas as estimações são *two-step*, os erros-padrão estão em parêntese e são corrigidos utilizando o procedimento desenvolvido por Windmeijer (2005). São reportados os p-valores das estatísticas de teste *AR(2)*, *Hansen Test* e *Diff. Hansen Test*.

Tabela A5: Integração Financeira, Desenvolvimento Financeiro, Abertura Comercial e Crescimento de Longo Prazo do PIB *per capita* – System GMM

	Amostra Total de Países								Amostra de Países em Desenvolvimento							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
PIB Inicial	0,0005 (0,0050)	-0,0012 (0,0054)	0,0000 (0,0051)	-0,0026 (0,0053)	-0,0016 (0,0044)	-0,0024 (0,0045)	-0,0017 (0,0053)	-0,0035 (0,0038)	-0,0028 (0,0055)	-0,0048 (0,0073)	-0,0036 (0,0045)	-0,0024 (0,0065)	-0,0054 (0,0072)	-0,0036 (0,0073)	-0,0052 (0,0052)	-0,0054 (0,0074)
Capital Humano	0,0053 (0,0079)	0,0029 (0,0077)	0,0030 (0,0079)	0,0058 (0,0094)	0,0067 (0,0094)	0,0051 (0,0072)	0,0056 (0,0090)	0,0098 (0,0078)	0,0083 (0,0098)	0,0058 (0,0072)	0,0033 (0,0083)	0,0075 (0,0102)	0,0131 (0,0103)	0,0047 (0,0088)	0,0137 (0,0100)	0,0197 (0,0116)*
Comércio	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0001)	-0,0000 (0,0001)	-0,0000 (0,0000)	-0,0001 (0,0000)**	-0,0001 (0,0000)	-0,0001 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0001 (0,0000)**	-0,0000 (0,0001)	-0,0001 (0,0001)	-0,0001 (0,0000)	-0,0001 (0,0000)*
Investimento	0,0014 (0,0004)***	0,0014 (0,0005)***	0,0014 (0,0005)***	0,0016 (0,0005)***	0,0013 (0,0005)**	0,0014 (0,0006)**	0,0013 (0,0005)**	0,0016 (0,0005)***	0,0012 (0,0005)**	0,0010 (0,0005)**	0,0013 (0,0004)***	0,0016 (0,0004)***	0,0013 (0,0004)***	0,0013 (0,0004)***	0,0013 (0,0004)***	0,0017 (0,0004)***
População	-0,2940 (0,4876)	-0,4063 (0,5416)	-0,6289 (0,6312)	-0,4593 (0,5262)	-0,4018 (0,4862)	-0,3495 (0,5959)	-0,5202 (0,5908)	-0,2880 (0,5305)	-0,3636 (0,5522)	-0,4666 (0,6159)	-0,4135 (0,6209)	-0,1944 (0,4262)	-0,5611 (0,5672)	-0,4483 (0,6249)	-0,6060 (0,5664)	-0,2253 (0,5523)
CIIFI	-0,0000 (0,0000)				-0,0000 (0,0001)				-0,0001 (0,0001)				-0,0001 (0,0001)			
SEIFI		0,0000 (0,0001)				0,0000 (0,0001)				-0,0001 (0,0001)				-0,0000 (0,0002)		
LMFIFI			-0,0004 (0,0010)				-0,0012 (0,0016)				-0,0006 (0,0010)				-0,0015 (0,0018)	
WDIIFI				0,0000 (0,0000)			-0,0001 (0,0002)					-0,0002 (0,0001)				-0,0002 (0,0001)
CIIFI x Crédito	-0,0000 (0,0000)								0,0000 (0,0000)							
SEIFI x Crédito		-0,0000 (0,0000)								0,0000 (0,0000)						
LMFIFI x Crédito			0,0000 (0,0000)								0,0000 (0,0000)					
WDIIFI x Crédito				-0,0000 (0,0000)								0,0000 (0,0000)				
CIIFI x Comércio					0,0000 (0,0000)								0,0000 (0,0000)			
SEIFI x Comércio						0,0000 (0,0000)								0,0000 (0,0000)		
LMFIFI x Comércio							0,0000 (0,0000)								0,0000 (0,0000)	
WDIIFI x Comércio								0,0000 (0,0000)								0,0000 (0,0000)*
Crédito	0,0001 (0,0001)	0,0000 (0,0001)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)					0,0000 (0,0001)	-0,0000 (0,0001)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0001)				
AR(2)	0,793	0,900	0,924	0,968	0,805	0,770	0,945	0,896	0,509	0,543	0,543	0,394	0,602	0,524	0,718	0,548
Hansen Test	0,325	0,355	0,344	0,528	0,311	0,228	0,278	0,384	0,954	0,914	0,986	0,978	0,827	0,875	0,861	0,935
Diff. Hansen Test	0,100	0,102	0,135	0,615	0,604	0,251	0,576	0,343	1,000	1,000	1,000	1,000	0,997	0,982	1,000	1,000
Nº Observações	410	414	414	406	414	418	418	408	303	304	304	296	307	308	308	298

Nota: A variável dependente é a taxa de crescimento do PIB *per capita* real, média anual para cada período de cinco anos. As variáveis PIB Inicial e Capital Humano estão expressas em logaritmo natural. Todas as estimações incluem *dummies* temporais e uma constante, não reportadas. \*, \*\*, \*\*\*, significativos a 10%, 5% e 1 %, respectivamente. Todas as estimações foram realizadas por System GMM, utilizando o comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009) para o *software Stata*. Todas as estimações são *two-step*, os erros-padrão estão em parêntese e são corrigidos utilizando o procedimento desenvolvido por Windmeijer (2005). São reportados os p-valores das estatísticas de teste AR(2), Hansen Test e Diff. Hansen Test.

Tabela A6: Integração Financeira, Política Macroeconômica e Crescimento de Longo Prazo do PIB per capita – System GMM

	Amostra Total de Países								Amostra de Países em Desenvolvimento							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
PIB Inicial	-0,0010 (0,0044)	-0,0020 (0,0042)	-0,0000 (0,0046)	-0,0002 (0,0037)	-0,0001 (0,0038)	0,0011 (0,0035)	-0,0015 (0,0049)	-0,0014 (0,0042)	-0,0056 (0,0044)	-0,0016 (0,0045)	-0,0017 (0,0051)	-0,0009 (0,0046)	-0,0032 (0,0053)	-0,0009 (0,0049)	-0,0048 (0,0056)	-0,0044 (0,0050)
Capital Humano	0,0080 (0,0071)	0,0067 (0,0054)	0,0071 (0,0077)	0,0092 (0,0070)	0,0043 (0,0077)	0,0024 (0,0072)	0,0048 (0,0080)	0,0080 (0,0074)	0,0104 (0,0066)	0,0068 (0,0069)	0,0058 (0,0085)	0,0151 (0,0079)*	0,0103 (0,0101)	0,0098 (0,0088)	0,0117 (0,0096)	0,0132 (0,0088)
Comércio	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0001 (0,0000)*	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0001 (0,0000)*
Investimento	0,0013 (0,0004)***	0,0014 (0,0005)***	0,0011 (0,0006)*	0,0016 (0,0005)***	0,0015 (0,0004)***	0,0014 (0,0004)***	0,0014 (0,0005)***	0,0015 (0,0005)***	0,0012 (0,0004)**	0,0015 (0,0006)**	0,0009 (0,0005)*	0,0013 (0,0005)***	0,0013 (0,0005)**	0,0015 (0,0004)***	0,0011 (0,0004)**	0,0015 (0,0005)***
População	-0,3576 (0,4911)	-0,2535 (0,4656)	-0,3602 (0,5158)	-0,1176 (0,3896)	-0,3246 (0,4561)	-0,1682 (0,5122)	-0,4888 (0,6203)	-0,1892 (0,5165)	-0,5448 (0,4712)	-0,2321 (0,6154)	-0,6713 (0,5236)	-0,2175 (0,5698)	-0,4829 (0,6327)	-0,2619 (0,5817)	-0,6973 (0,6745)	-0,0938 (0,4658)
CIIFI	-0,0003 (0,0001)*				-0,0000 (0,0000)				-0,0004 (0,0001)**				-0,0000 (0,0000)			
SEIFI		-0,0003 (0,0002)*				-0,0000 (0,0000)				-0,0004 (0,0003)				-0,0000 (0,0001)		
LMFIFI			0,0005 (0,0018)				0,0001 (0,0007)				0,0001 (0,0016)				0,0003 (0,0008)	
WDIIFI				0,0000 (0,0001)				0,0000 (0,0000)				0,0000 (0,0001)				0,0000 (0,0000)
CIIFI x Governo	0,0000 (0,0000)								0,0000 (0,0000)**							
SEIFI x Governo		0,0000 (0,0000)**								0,0000 (0,0000)						
LMFIFI x Governo			-0,0000 (0,0000)								-0,0000 (0,0000)					
WDIIFI x Governo				-0,0000 (0,0000)								0,0000 (0,0000)				
CIIFI x Inflação					0,0000 (0,0000)								0,0000 (0,0000)			
SEIFI x Inflação						0,0000 (0,0000)*								0,0000 (0,0000)		
LMFIFI x Inflação							-0,0000 (0,0000)**								-0,0000 (0,0000)*	
WDIIFI x Inflação								0,0000 (0,0000)								0,0000 (0,0000)
Governo	-0,0014 (0,0006)**	-0,0024 (0,0010)**	-0,0007 (0,0007)	-0,0004 (0,0005)					-0,0019 (0,0006)***	-0,0024 (0,0017)	-0,0008 (0,0008)	-0,0005 (0,0006)				
Inflação					-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)*	0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)					-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)*	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)
AR(2)	0,927	0,995	0,931	0,824	0,716	0,705	0,954	0,798	0,897	0,518	0,860	0,580	0,554	0,466	0,882	0,444
Hansen Test	0,510	0,436	0,439	0,352	0,418	0,360	0,382	0,411	0,966	0,964	0,994	0,994	0,950	0,924	0,923	0,908
Diff. Hansen Test	0,648	0,755	0,690	0,618	0,423	0,302	0,621	0,564	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Nº Observações	414	418	418	408	403	407	407	397	307	308	308	298	298	299	299	289

Nota: A variável dependente é a taxa de crescimento do PIB per capita real, média anual para cada período de cinco anos. As variáveis PIB Inicial e Capital Humano estão expressas em logaritmo natural. Todas as estimações incluem *dummies* temporais e uma constante, não reportadas. \*, \*\*, \*\*\*, significativos a 10%, 5% e 1 %, respectivamente. Todas as estimações foram realizadas por *System GMM*, utilizando o comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009) para o *software Stata*. Todas as estimações são *two-step*, os erros-padrão estão em parêntese e são corrigidos utilizando o procedimento desenvolvido por Windmeijer (2005). São reportados os p-valores das estatísticas de teste *AR(2)*, *Hansen Test* e *Diff. Hansen Test*.

Tabela A7: Integração Financeira, Regime Cambial e Crescimento de Longo Prazo do PIB *per capita* – System GMM

	Amostra Total de Países								Amostra de Países em Desenvolvimento							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
PIB Inicial	-0,0072 (0,0048)	-0,0071 (0,0046)	-0,0079 (0,0045)*	-0,0072 (0,0054)	-0,0067 (0,0048)	-0,0101 (0,0044)**	-0,0115 (0,0045)**	-0,0094 (0,0054)*	-0,0061 (0,0050)	-0,0068 (0,0045)	-0,0075 (0,0045)*	-0,0024 (0,0049)	-0,0057 (0,0061)	-0,0073 (0,0053)	-0,0087 (0,0062)	-0,0084 (0,0057)
Capital Humano	0,0035 (0,0074)	0,0035 (0,0063)	0,0039 (0,0087)	0,0026 (0,0100)	0,0104 (0,0105)	0,0092 (0,0093)	0,0129 (0,0100)	0,0082 (0,0121)	0,0067 (0,0090)	0,0053 (0,0067)	0,0089 (0,0084)	0,0056 (0,0103)	0,0133 (0,0136)	0,0113 (0,0108)	0,0175 (0,0097)*	0,0146 (0,0125)
Comércio	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)
Investimento	0,0010 (0,0004)**	0,0008 (0,0004)**	0,0008 (0,0004)*	0,0009 (0,0004)**	0,0012 (0,0005)**	0,0009 (0,0005)	0,0012 (0,0005)**	0,0013 (0,0004)***	0,0013 (0,0005)***	0,0007 (0,0003)**	0,0007 (0,0004)	0,0008 (0,0004)*	0,0012 (0,0005)**	0,0009 (0,0005)*	0,0012 (0,0006)**	0,0012 (0,0005)**
População	-1,5870 (0,4345)***	-1,5256 (0,4491)***	-1,7584 (0,3810)***	-1,6443 (0,4208)***	-1,0473 (0,4908)**	-1,6484 (0,4942)***	-1,5740 (0,4154)***	-1,4127 (0,5142)***	-1,5528 (0,4624)***	-1,9910 (0,4832)***	-1,7149 (0,4268)***	-1,5657 (0,3737)***	-1,0912 (0,4674)**	-1,5570 (0,6208)**	-1,5838 (0,4082)***	-1,4506 (0,5658)***
CIIFI	0,0001 (0,0001)				-0,0001 (0,0002)				0,0002 (0,0002)				0,0000 (0,0002)			
SEIFI		0,0002 (0,0002)				0,0002 (0,0003)				0,0000 (0,0003)				0,0000 (0,0004)		
LMFIFI			0,0001 (0,0019)				0,0008 (0,0011)				-0,0002 (0,0025)				0,0000 (0,0014)	
WDIIFI				0,0001 (0,0001)				-0,0000 (0,0001)				0,0003 (0,0001)**				-0,0000 (0,0001)
CIIFI x ERAIMF	-0,0000 (0,0000)								-0,0001 (0,0001)							
SEIFI x ERAIMF		-0,0000 (0,0000)								-0,0000 (0,0001)						
LMFIFI x ERAIMF			-0,0002 (0,0008)								0,0000 (0,0009)					
WDIIFI x ERAIMF				-0,0000 (0,0000)								-0,0004 (0,0001)***				
CIIFI x ERARR					0,0000 (0,0001)								-0,0000 (0,0001)			
SEIFI x ERARR						-0,0001 (0,0001)								-0,0000 (0,0002)		
LMFIFI x ERARR							0,0001 (0,0007)								0,0009 (0,0014)	
WDIIFI x ERARR								0,0001 (0,0000)								0,0000 (0,0001)
ERAIMF	0,0024 (0,0042)	0,0061 (0,0062)	-0,0006 (0,0024)	-0,0003 (0,0028)					0,0050 (0,0047)	-0,0007 (0,0075)	-0,0003 (0,0026)	0,0032 (0,0026)				
ERARR					-0,0032 (0,0091)	0,0057 (0,0133)	-0,0039 (0,0037)	-0,0030 (0,0037)					-0,0032 (0,0077)	-0,0047 (0,0155)	-0,0064 (0,0044)	-0,0056 (0,0039)
AR(2)	0,789	0,751	0,761	0,703	0,670	0,456	0,499	0,442	0,887	0,912	0,997	0,825	0,942	0,736	0,741	0,679
Hansen Test	0,416	0,527	0,596	0,574	0,468	0,408	0,391	0,363	0,918	0,994	0,975	0,949	0,949	0,966	0,974	0,989
Diff. Hansen Test	0,952	0,991	0,806	0,551	0,759	0,736	0,511	0,548	0,998	1,000	1,000	0,988	1,000	1,000	1,000	1,000
Nº Observações	386	390	390	380	364	368	368	360	281	282	282	272	258	259	259	251

Nota: A variável dependente é a taxa de crescimento do PIB *per capita* real, média anual para cada período de cinco anos. As variáveis PIB Inicial e Capital Humano estão expressas em logaritmo natural. Todas as estimações incluem *dummies* temporais e uma constante, não reportadas. \*, \*\*, \*\*\*, significativos a 10%, 5% e 1 %, respectivamente. Todas as estimações foram realizadas por System GMM, utilizando o comando *xtabond2* desenvolvido por Roodman (2009) para o *software Stata*. Todas as estimações são *two-step*, os erros-padrão estão em parêntese e são corrigidos utilizando o procedimento desenvolvido por Windmeijer (2005). São reportados os p-valores das estatísticas de teste *AR(2)*, *Hansen Test* e *Diff. Hansen Test*.