

Integração financeira e crescimento econômico: teoria, evidência e política *

*Aderbal Oliveira Damasceno ***

Resumo

Este trabalho desenvolve uma análise teórica e empírica sobre as relações entre integração financeira e crescimento econômico. 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. A análise da literatura teórica explicita a fragilidade do arcabouço teórico que fundamenta a hipótese de que a integração financeira estimula o crescimento econômico de longo prazo. 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.

Abstract

Financial integration and economic growth: theory, evidence and policy

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 theoretical literature analysis clarifies the fragility of the theoretical framework that fundamentals the hypothesis that financial integration stimulates long-run economic growth. 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.

Keywords: Financial integration; Capital flows; Economic growth.

JEL F21, F41, F01.

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

* Trabalho recebido em 17 de julho de 2010 e aprovado em 24 de outubro de 2011.

** Professor Adjunto II do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, MG, Brasil. E-mail: damasceno@ie.ufu.br.

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 seguiu-se uma série de crises: a da Rússia (1998), a do Brasil (1999), a da Turquia (2001), a da Argentina (2001), a do Brasil (2002) e a 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 realizar um conjunto de reformas para eliminarem distorções domésticas relativas ao ambiente institucional, sistema financeiro, comércio internacional e política macroeconômica.

Na literatura empírica, há relativo consenso quanto às previsões contrafactuais do modelo teórico subjacente às recomendações de política do FMI durante a década de 1990 (Prasad; Rajan; Subramanian, 2007, Prasad; Rajan; 2008): 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, mas 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 ao 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, restando 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. Utilizando dados para 105 países durante o período 1980-2004, são estimadas equações de crescimento especificadas na forma de um modelo dinâmico de dados em painel

por meio da metodologia proposta por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998). A análise da literatura teórica explicita a fragilidade do arcabouço teórico subjacente à hipótese de que a integração financeira estimula o crescimento de longo prazo do PIB per capita. As evidências econométricas 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. Na seção 1, faz-se uma análise da literatura teórica e empírica. Na seção 2, apresentam-se os procedimentos metodológicos utilizados na investigação econométrica. Na seção 3, são apresentados e discutidos os resultados econométricos. Por fim, na seção 4, alinham-se algumas considerações finais.

1 Integração financeira e crescimento econômico: teoria e evidência

1.1 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 para a trajetória de acumulação de capital e crescimento econômico nos países em desenvolvimento: supõe-se que o crescimento econômico nos países em desenvolvimento é constrangido 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 altere o crescimento da produtividade total dos fatores e, portanto, não há canal por meio do qual altere 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 que 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 e ii) na apreciação da taxa de câmbio real, que 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.

1.2 A nova visão

1.2.1 O argumento

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 o relativo consenso de que o modelo neoclássico resulta em previsões contrafactuais: i) os capitais fluem, em termos líquidos, dos países em desenvolvimento para os países desenvolvidos e 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), a assunção de que a integração financeira resultaria em benefícios indiretos para as economias nacionais permite fazer uma distinção 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.

1.2.2 Benefícios indiretos

Desenvolvimento institucional

O primeiro benefício indireto da integração financeira seria o estímulo ao desenvolvimento institucional. Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2006, p. 39) expõem o argumento:

Stulz (2005) discusses some channels through which globalization could improve corporate governance and thereby reduce the cost of capital. Foreign investors may have skills and information technologies that allow them to monitor management better than local investors. Globalization also transforms the market for corporate control – it increases the monitoring of managers both by existing shareholders and potential external bidders. Stulz

(2005) argues that financial globalization weakens certain agency problems by reducing the cost of outside finance, thereby creating incentives for firms that use more external finance to improve their governance.

Stulz (2005, p. 1598), neste trabalho que serve de base para o argumento de Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2006), elabora uma crítica ao modelo neoclássico: *‘Strikingly, eliminating a country’s barriers to international investment can lower investment and economic growth because of the capital flight that takes place when the twin agency problems are severe’*. O que o autor denomina *twin agency problems* é o risco de expropriação por conta da existência de instituições pobremente desenvolvidas nas economias nacionais, especificamente o risco de expropriação de acionistas minoritários pelos controladores de corporações e o risco de expropriação de acionistas minoritários e controladores de corporações pelos controladores do Estado.

Stulz (2005, p. 1598) argumenta que o modelo neoclássico ignora um benefício fundamental da integração financeira: *‘However, my analysis shows that the neoclassical model ignores a crucial benefit of financial globalization: financial globalization will lead to a reduction in the importance of the twin agency problems over time’*. Ou seja, a integração financeira resultaria em estímulos para o desenvolvimento de práticas adequadas de governança corporativa e governança pública.

Primeiro, a integração financeira estimularia o desenvolvimento de práticas adequadas de governança corporativa de modo a inibir o risco de expropriação dos acionistas minoritários pelos controladores das corporações:

Financial globalization reduces the cost of outside finance for firms. As the cost of outside finance falls, firms will use more of it. Consequently, if it is costly for firms to improve their governance, they are more likely to do so when they use more external finance. It follows that financial globalization creates incentives for firms to improve governance (Stulz, 2005, p. 1630).

No modelo neoclássico, a redução no custo do capital como resultado da integração financeira supõe a existência de portfólios perfeitamente diversificados, o que não acontece na presença de *twin agency problems*: *‘The neoclassical model overstates the firm value benefit of financial globalization. The major reason for this is that it ignores the fact that in a world with the twin agency costs, firms are limited in their ability to take advantage of a reduction in the cost of capital’* (Stulz, 2005, p. 1628). Então, é inconsistente a afirmação de Stulz (2005) de que a integração financeira estimularia as corporações a aperfeiçoarem as práticas de governança corporativa como resultado da redução no custo do capital se, na presença de *twin agency problems*, as corporações não se beneficiassem de redução no custo do capital.

Mesmo supondo redução no custo do capital como resultado da integração financeira, não são óbvios os incentivos que teriam os controladores das corporações para aperfeiçoarem as práticas de governança corporativa: i) esse aperfeiçoamento resultaria em uma diminuição da capacidade que os controladores das corporações teriam para expropriarem os acionistas minoritários e ii) esse aperfeiçoamento resultaria em maior facilidade de expropriação dos controladores das corporações pelos controladores do Estado, aspecto para o qual Stulz (2005, p. 1631) chama a atenção, ao afirmar que *‘The limitation to governance improvements is, however, that such improvements may expose firms to more expropriation from the state’*.

Segundo, a integração financeira estimularia o desenvolvimento de práticas adequadas de governança pública de modo a inibir o risco de expropriação de acionistas minoritários e controladores de corporações por controladores do Estado:

Financial Globalization reduces the state’s ability to expropriate. It gives resident investors an exit, which raises the insiders’ reservation utility and makes it difficult for state rulers to reduce barriers to international investment when the risk of expropriation is high, since if they do so, insiders will export capital. Further, the state rulers cannot with impunity take actions that increase the risk of expropriation unless they first raise barriers to international investment (Stulz, 2005, p. 1632).

Da maneira como é apresentado, o argumento é menos uma explicação do porquê a integração financeira resultaria em práticas adequadas de governança pública, mas mais uma exposição dos desestímulos à integração financeira em uma economia onde existem *twin agency problems*: i) aqueles que controlam o Estado não teriam incentivos para reduzirem barreiras ao investimento internacional, dado que o resultado seria a fuga de capitais e ii) aqueles que controlam o Estado não podem adotar políticas predatórias de expropriação impunemente, a menos que, primeiro, sejam erguidas barreiras ao investimento internacional.

A análise, portanto, explicita a fragilidade do argumento de Stulz (2005), apresentado de maneira inadequada por Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2006), segundo o qual a integração financeira estimularia o desenvolvimento institucional nas economias nacionais. Por fim, uma crítica ao argumento é apresentada por Eichengreen (2007, p. 7), para quem não é óbvio o estímulo ao desenvolvimento institucional nas economias nacionais como resultado da integração financeira:

For one thing it is not obvious that capital account liberalization will encourage institutional upgrading. It is true, for example, that individual and institutional investors (including mutual funds and pension funds) may push for improvements in corporate governance as a way of ensuring that the interests of outside investors are served. But when foreign investors gain control, they acquire the same incentive as the owner-managers they displace to direct the firm’s cash flow toward themselves and hence to oppose corporate governance reform that strengthens the position of outside investors. At a minimum this suggests a more nuanced view of capital flows and institutional reform.

Rodrik e Subramanian (2009, p. 122) argumentam que: *‘Another counterargument, pertaining to institutional development, is that financial globalization enables important domestic stakeholders to favor “exit” over “voice.” Why demand and invest in domestic institutional reforms if you can shift your wealth abroad?’*. Dessa maneira, a análise explicita a fragilidade e ausência de consenso quanto ao argumento de que a integração financeira estimularia o desenvolvimento institucional.

Desenvolvimento financeiro

O segundo benefício indireto da integração financeira seria o estímulo ao desenvolvimento financeiro. Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2006, 2007, 2010) listam um conjunto de benefícios da integração financeira para o sistema financeiro nas economias nacionais: i) estímulo ao aperfeiçoamento das práticas de supervisão e regulação; ii) introdução de novos instrumentos financeiros, novas técnicas e estímulo ao desenvolvimento tecnológico e iii) aumento da competição, melhoria na qualidade dos serviços financeiros e aumento de eficiência alocativa.

Eichengreen et al. (1998) apontam as possíveis consequências adversas da integração financeira para a solvência e estabilidade do sistema financeiro nas economias nacionais. Ademais, Henry (2007, p. 47) argumenta que *‘It is precisely because economists do not think that capital account liberalization necessarily enhances the efficiency of the domestic financial system, that so many of them recommend enhancing the efficiency of the domestic financial system before opening up to free capital flows’*.

Rodrik e Subramanian (2009), por sua vez, deixam clara a possibilidade de a integração financeira resultar em efeitos adversos sobre o sistema financeiro nas economias nacionais. Em resumo, essa análise explicita a fragilidade e ausência de consenso quanto ao argumento segundo o qual a integração financeira resultaria em benefícios indiretos para as economias nacionais na forma de desenvolvimento do sistema financeiro.

Disciplina macroeconômica

O terceiro benefício indireto da integração financeira seria a disciplina macroeconômica. Por tornar as economias nacionais vulneráveis à percepção de investidores internacionais, de modo que a condução inadequada da política macroeconômica poderia resultar em penalidades na forma de saída de capitais e a condução adequada da política macroeconômica poderia resultar em benefícios na forma de entrada de capitais, a integração financeira disciplinaria a condução da política macroeconômica. Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2007, p. 12) expõem o argumento:

Capital account liberalization, by increasing the potential costs associated with weak policies and enhancing the benefits associated with good ones, should also impose discipline on macroeconomic policies. Precisely because capital account liberalization makes a country more vulnerable to sudden shifts in global investor sentiment, it can signal the country's commitment to better macroeconomic policies as a way of mitigating the likelihood of such shifts and their adverse effects.

Ademais, a decisão de um país de se integrar ao mercado financeiro internacional sinalizaria comprometimento em conduzir a política macroeconômica adequadamente, o que resultaria em recompensa na forma de entrada de capitais. Conforme Prasad, Rogoff, Wei e Kose (2003, p. 26), *'A country's willingness to undertake financial integration could be interpreted as a signal that it is going to practice more friendly policies towards foreign investment in the future. Removal of restrictions on capital outflows can, though its signaling role, lead to an increase in capital inflows'*.

Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2006, p. 41) argumentam que mesmo Stiglitz (2000) aceita que a disciplina macroeconômica é um dos mais importantes benefícios da integração financeira: *'Indeed, even skeptics about the benefits of financial integration such as Stiglitz (2000) have accepted that this is likely to be one of the most important potential benefits of capital account liberalization'*. Essa afirmação não é fidedigna à abordagem de Stiglitz (2000, p. 1080), quem, de fato, apresenta uma crítica ao argumento:

The question is, does opening of the short-term capital account – making the country subject to short-run oscillations in sentiment – provide significant extra external discipline? On the negative side, the openness to capital flight makes countries especially sensitive, e.g., to corporate or capital tax rates or to changes in interest rates. Thus, openness may impose costly constraints on the ability of government to pursue legitimate objectives.

Rodrik (2001, p. 11), por sua vez, elabora uma crítica mais explícita e contundente ao argumento, ao afirmar que o mercado financeiro internacional é inerentemente instável, sujeito a bolhas, pânico, miopias e profecias autorrealizáveis, de modo que o padrão dos fluxos de capitais não é determinado por fundamentos macroeconômicos:

Perhaps the most disingenuous argument in favor of liberalizing international capital flows is that the threat of massive and sudden capital movements serves to discipline policy makers in developing nations who might otherwise manage their economies irresponsibly. In practice, however, the discipline argument falls apart. Behavior in international capital markets is dominated by mood swings unrelated to fundamentals.

Portanto, essa análise explicita a fragilidade e ausência de consenso quanto ao argumento segundo o qual a integração financeira resultaria em benefícios na forma de disciplina macroeconômica.

1.2.3 Condições iniciais

A integração financeira resultaria em benefícios indiretos para as economias nacionais, crescimento da produtividade total dos fatores e crescimento de longo prazo do PIB per capita apenas na presença de condições iniciais adequadas nas economias nacionais. Na ausência dessas condições iniciais adequadas, a integração financeira poderia resultar em instabilidade e crise e, portanto, ter efeitos adversos sobre o crescimento de longo prazo do PIB per capita. As condições iniciais são:

i) desenvolvimento institucional – um ambiente institucional desenvolvido nas economias nacionais permitiria a alocação eficiente do capital externo. Conforme Prasad, Rogoff, Wei e Kose (2003, p. 34), *‘If domestic governance is sufficiently weak, financial integration could cause an exodus of domestic capital and, hence, lower the growth rate of an economy’*;

ii) desenvolvimento financeiro – um sistema financeiro desenvolvido nas economias nacionais permitiria a alocação eficiente do capital externo e reduziria a vulnerabilidade a crises. Como argumentam Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2007, p. 12): *‘The more developed a country’s financial sector, the greater the growth benefits of capital inflows’*.

iii) política macroeconômica – um regime adequado de política macroeconômica nas economias nacionais (austeridade fiscal, austeridade monetária e câmbio flexível) potencializaria os benefícios da integração financeira. Ou seja, *‘Financial integration is expected to produce better growth outcomes when it is supported by good macroeconomic policies, which includes fiscal, monetary, and exchange rate policies’* (Kose, Prasad, Rogoff, Wei, 2010, p. 4330);

iv) abertura comercial – um nível adequado de abertura comercial permitiria a alocação eficiente do capital externo: *‘If certain industries are protected by trade barriers, international capital could flow into these sectors to exploit the benefits of protection in domestic markets and result in welfare losses and sub-optimal growth’* (Kose, Prasad, Rogoff, Wei, 2010, p. 4295).

O reconhecimento de que é necessária a existência de condições iniciais adequadas nas economias nacionais para que a integração financeira resulte em benefícios introduz uma circularidade no argumento: i) a integração financeira estimularia o desenvolvimento institucional, o desenvolvimento financeiro e a disciplina macroeconômica; ii) os benefícios indiretos resultariam em estímulo ao crescimento da produtividade total dos fatores e crescimento de longo prazo do

PIB per capita; iii) para isso, no entanto, é necessária a existência de um alto nível de desenvolvimento institucional, de desenvolvimento financeiro, de estabilidade macroeconômica e de abertura comercial.

Essa circularidade no argumento levou Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2006, p. 42) a admitirem as dificuldades em estabelecer relações causais acerca da relação 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 e a consideram uma contradição:

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.

A assunção da necessidade de condições iniciais adequadas nas economias nacionais para que a integração financeira resulte em benefícios para as economias nacionais introduz, no mínimo, uma circularidade no argumento: os canais por meio dos quais a integração financeira estimularia o crescimento de longo prazo do PIB per capita são exatamente os pré-requisitos necessários para que a integração financeira estimule o crescimento de longo prazo do PIB per capita.

1.2.4 Política econômica

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, Wei2010, p. 4343).

Nessa abordagem, 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’.*

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 que esses benefícios se concretizem, 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.

Rodrik e Subramanian (2009, p. 125) não consideram plausível a existência de benefícios indiretos da integração financeira, mas mesmo supondo a existência de benefícios indiretos, desconsiderando a semelhança entre benefícios indiretos e condições iniciais e que os países em desenvolvimento poderiam construir as condições iniciais, argumentam:

Meeting these prerequisites is of course the heart of the challenge of development. If poor countries could develop strong property rights, strengthen the legal system, reduce corruption, improve the quality of financial information, improve corporate governance, and get the government out of the business of directing credit, they would no longer be poor, and financial globalization would certainly be a clearly dispensable side-show. So, financial globalization is either ineffective or irrelevant.

Portanto, a análise desenvolvida até aqui permite: i) explicitar a fragilidade do arcabouço teórico subjacente às propostas de política de eliminação de controles de capitais e ii) evidenciar, mesmo ao assumir a robustez desse arcabouço teórico, as dificuldades quanto a prescrições de políticas relativas à eliminação de controles de capitais.

1.3 A literatura empírica

Desde o final da década de 1990, é crescente o esforço de pesquisa empírica com o objetivo de 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) realizam a investigação econométrica pioneira acerca da relação entre integração financeira e crescimento econômico. Os autores 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 características econômicas, 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 pronunciado 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 a ausência de evidências robustas e sistemáticas e para 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 1980 e, portanto, não leva em consideração o período de integração dos países em desenvolvimento ao mercado financeiro internacional. Poucos trabalhos analisam a experiência pós-meados da década de 1990;

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

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

Ademais, Kose, Prasad, Rogoff e Wei (2006, 2007, 2010) sugerem que a ausência de evidência robusta e sistemática 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, o desenvolvimento financeiro e a disciplina macroeconômica, e ii) restaria, portanto, 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 econométrica acerca da relação entre integração financeira e crescimento econômico de longo prazo em quatro aspectos:

i) utilizar dados para um período longo, especificamente 1980-2004, quando, de fato, pode-se falar de integração financeira em contexto global. Utilizar uma amostra de países representativa da economia mundial e distinguir entre países desenvolvidos e em desenvolvimento;

ii) utilizar um amplo e novo conjunto de índices de integração financeira *de jure* e *de facto* que, embora admitidamente imperfeito, é o mais cuidadosamente elaborado para um amplo grupo de países para um longo período;

iii) utilizar metodologia econométrica que leve em consideração a possibilidade de que as variáveis explanatórias em equações de crescimento, inclusive índices de integração financeira, sejam potencialmente endógenas;

iv) utilizar um arcabouço empírico unificado para testar um amplo conjunto de hipóteses, por meio de especificações para a equação de crescimento, que seja coerente com as formulações teóricas acerca da relação entre integração financeira e crescimento econômico de longo prazo.

2 Procedimentos metodológicos

2.1 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 γ_t varia ao longo do tempo, é constante entre os países e capta choques comuns a todos os países, não controlado pelas variáveis em $x'_{i,t}$. O termo η_i varia entre os países, é constante ao longo do tempo e controla determinantes do crescimento não incluídos em $x'_{i,t}$. O termo $v_{i,t}$ é o erro e 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, será utilizado, 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 estimações serão realizadas por meio do *software Stata 10*, utilizando-se 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, República Democrática do Congo, República 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.

2.2 Método de estimação

O que caracteriza a relação dinâmica na equação de crescimento é a presença da variável dependente defasada entre as variáveis explanatórias, o que fica evidente ao reescrever a equação (1) como:

$$y_{i,t} = \alpha y_{i,t-1} + x'_{i,t} \beta + \lambda_t + \eta_i + v_{it} \quad (2)$$

Para eliminar o termo não observável específico a cada país (η_i), faz-se a primeira diferença da equação (2)¹:

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = \alpha (y_{i,t-1} - y_{i,t-2}) + (x'_{i,t} - x'_{i,t-1}) \beta + (v_{i,t} - v_{i,t-1}) \quad (3)$$

(1) O termo γ_t é omitido nas equações apresentadas a partir de então com o objetivo de simplificar as deduções. Esse termo tempo específico será incluído em todas as equações estimadas.

O uso de instrumentos é necessário para lidar com a possível endogeneidade das variáveis explanatórias e com a correlação entre o novo termo de erro, $v_{i,t} - v_{i,t-1}$, e a variável dependente defasada, $y_{i,t-1} - y_{i,t-2}$. Sob os pressupostos de que o termo de erro (v) não é serialmente correlacionado e as variáveis explanatórias (x) são fracamente exógenas, os valores defasados das variáveis explanatórias podem ser utilizados como instrumentos, tal como especificado nas seguintes condições de momento:

$$E[y_{i,t-s} \cdot (v_{i,t} - v_{i,t-1})] = 0 \quad \text{para todo } s \geq 2; t = 3, \dots, T \quad (4)$$

$$E[x'_{i,t-s} \cdot (v_{i,t} - v_{i,t-1})] = 0 \quad \text{para todo } s \geq 2; t = 3, \dots, T \quad (5)$$

O estimador GMM baseado nas condições de momento (4) e (5), desenvolvido por Arellano e Bond (1991), é conhecido com *Difference GMM*. Como argumentam Arellano e Bover (1995), Blundell e Bond (1998) e Alvarez e Arellano (2003) o estimador *Difference GMM* pode se comportar inadequadamente, resultando em viés e imprecisão na estimação dos parâmetros α e β na equação (2). Isso se deve ao fato de os níveis defasados de $y_{i,t-1}$ e $x_{i,t}$ serem instrumentos fracos para a equação (3) em primeira diferença se as séries $y_{i,t-1}$ e $x_{i,t}$ forem altamente persistentes.

Para reduzir o possível viés e imprecisão associados à utilização do estimador *Difference GMM*, Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998) desenvolvem um sistema de regressões em diferenças e níveis. Os instrumentos para a regressão em diferenças são os valores defasados em níveis das variáveis explanatórias, condições de momento (4) e (5). Os instrumentos para a regressão em níveis são os valores defasados em diferenças das variáveis explanatórias. Estes são instrumentos apropriados sob um pressuposto adicional: embora possa existir correlação entre os níveis das variáveis explanatórias e o efeito específico a cada país (η) na equação (2), não pode existir correlação entre essas variáveis em diferenças e o efeito específico a cada país (η):

$$E[y_{i,t+p} \cdot \eta_i] = E[y_{i,t+q} \cdot \eta_i] \text{ e } E[x'_{i,t+p} \cdot \eta_i] = E[x'_{i,t+q} \cdot \eta_i], \text{ para todo } p \text{ e } q \quad (6)$$

As condições de momento para a regressão em níveis, segunda parte do sistema são:

$$E[(y_{i,t-s} - y_{i,t-s-1}) \cdot (\eta_i + v_{i,t})] = 0 \quad \text{para todo } s = 1 \quad (7)$$

$$E[(x'_{i,t-s} - x'_{i,t-s-1}) \cdot (\eta_i + v_{i,t})] = 0 \quad \text{para todo } s = 1 \quad (8)$$

O estimador GMM baseado nas condições de momento (4), (5), (7) e (8), utilizado para as estimações de todas as equações de crescimento neste trabalho, é conhecido como *System GMM*. Especificamente no contexto da estimação de equações de crescimento, Bond, Hoeffler e Temple (2001) sugerem fortemente a utilização do estimador *System GMM*. A consistência do estimador GMM depende

da validade das condições de momento. Para tanto, 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 e ii) 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 exogeneidade fraca e endogeneidade das variáveis explanatórias.

2.3 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 WDIIIFI. 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 WDIIIFI ($ifi_{i,t}$) e cada variável Lei e Ordem, Perfil, Burocracia, Crédito, Comércio, Governo, Inflação, ERAIMF e ERARR ($thr_{i,t}$):

$$\theta_1 ifi_{i,t} + \theta_2 ifi_{i,t} * thr_{i,t} + \theta_3 thr_{i,t} \quad (9)$$

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

$$\partial \Delta y_{i,t} / \partial ifi_{i,t} = \theta_1 + \theta_2 thr_{i,t} \quad (10)$$

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.

2 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).

2.1 Integração financeira e crescimento de longo prazo do PIB per capita

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 WDIIFI.

Para a amostra total de países, apenas os coeficientes associados aos índices de integração financeira SEIFI e WDIIFI são positivos. Para a amostra de países em desenvolvimento, apenas o coeficiente associado ao índice WDIIFI 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.

2.2 Integração financeira, ambiente institucional e crescimento de longo prazo do PIB per capita

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 WDIIFI.

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 WDIIFI. 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 WDIIFI são negativos e os coeficientes associados às variáveis de interação LMFIFI x Lei e Ordem e WDIIFI 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.

2.3 Integração financeira, desenvolvimento financeiro e crescimento de longo prazo do PIB per capita

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) seja negativo e o coeficiente associado a uma variável de interação (CIIFI x Crédito, SEIFI x Crédito, LMFIFI x Crédito e WDIIFI x Crédito) seja 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.

2.4 Integração financeira, abertura comercial e crescimento de longo prazo do PIB per capita

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) seja negativo e o coeficiente associado a uma variável de interação (CIIFI x Comércio, SEIFI x Comércio, LMFIFI x Comércio e WDIIFI x Comércio) seja 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.

2.5 Integração financeira, política macroeconômica e crescimento de longo prazo do PIB per capita

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) seja 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) seja 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 onde as políticas fiscal e monetária são austeras.

2.6 Integração financeira, regime cambial e crescimento de longo prazo do PIB per capita

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 do regime cambial, 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) seja negativo e o coeficiente associado a uma variável de interação (CIIFI x ERAIMF, SEIFI x ERAIMF, LMFIFI x ERAIMF, WDIIFI x ERAIMF; CIIFI x ERARR, SEIFI x ERARR, LMFIFI x ERARR, WDIIFI x ERARR) seja 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.

Considerações finais

Este 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, que 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 estimule o crescimento econômico de longo prazo; ii) não há evidências de que o efeito da integração financeira sobre o crescimento econômico de longo prazo dependa 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 eliminar distorções domésticas. As evidências acumuladas explicitam as previsões contrafactuais do modelo teórico subjacente a essa 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 contrafactuais 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, concorda-se 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*, v. 71, n. 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*, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.
- _____; BOVER, O. Another look at the instrumental-variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, v. 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. (Ed.). *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*, v. 77, n. 1, p. 3-55, 2005.

BHAGWATI, J. The capital myth: the difference between trade in widgets and dollars. *Foreign Affairs*, v. 77, n. 3, p. 7-12, 1998.

BLUNDELL, R.; BOND, S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, v. 87, p. 115-143, 1998.

BOND, S.; HOEFFLER, A.; TEMPLE, J. *GMM estimation of empirical growth models*. University of Oxford, Institute for Fiscal Studies, 2001. (Working Paper, n. 21).

CHINN, M.; ITO, H. A new measure of financial openness. *Journal of Comparative Policy Analysis*, v. 10, n. 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*, v. 21, n. 6, p. 749-776, 2002.

_____; KLEIN, M. W.; RICCI, A. L.; SLØK, T. Capital account liberalization and economic performance: survey and synthesis. *IMF Staff Papers*, v. 51, n. 2, p. 220-256, 2004.

EDWARDS, S. *Capital controls, sudden stops and current account reversals*. National Bureau of Economic Research, 2005. (Working Paper, n. 11170).

_____. Capital controls, capital flows contractions, and macroeconomic vulnerability. *Journal of International Money and Finance*, v. 26, n. 5, p. 814-840, 2007.

EICHENGREEN, B. *The cautious case for capital flows*. University of California, 2007.

_____; MUSSA, M.; DELL'ARICCIA, G.; DETRAGIACHE, E.; MILESI-FERRETTI, G. M.; TWEEDIE, A. *Capital account liberalization: theoretical and practical aspects*. International Monetary Fund, 1998. (Occasional Paper, n. 172).

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, 1998. (Essays in International Finance, n. 207).

_____. Globalization and its challenges. *American Economic Review*, v. 93, n. 2, p. 1-30, 2003.

GOURINCHAS, P. O.; JEANNE, O. The elusive gains from international financial integration. *Review of Economic Studies*, v. 73, n. 3, p. 715-741, 2006.

_____; JEANNE, O. *Capital flows to developing countries: the allocation puzzle*. National Bureau of Economic Research, 2008. (Working Paper, n. 13602).

GRILLI, V.; MILESI-FERRETTI, J. M. Economic effects and structural determinants of capital controls. *IMF Staff Papers*, v. 42, n. 3, p. 517-551, 1995.

HENRY, P. B. Capital account liberalization: theory, evidence, and speculation. *Journal of Economic Literature*, v. 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, 2005. (Working Paper, n. 11112).

KOSE, M. A.; PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S. *Financial globalization: a reappraisal*. International Monetary Fund, 2006. (Working Paper, n. 189).

_____; _____; _____. Financial globalization: beyond the Blame game. *Finance & Development*, v. 44, n. 1, p. 9-13, Mar. 2007.

_____; _____; _____. Financial globalization and economic policies. In: RODRIK, D.; ROSENZWEING, M (Ed.). *Handbook of development economics*. The Netherlands: Elsevier BV, 2010. v. 5.

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*, v. 73, n. 2, p. 263-294, 2007.

LUCAS, R. Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *The American Economic Review*, v. 80, n. 2, p. 92-96, 1990.

POLITICAL SERVICE RISK GROUP. *International Country Risk Guide*. New York: PSRG, 2008.

PRASAD, E.; RAJAN, R. G. A pragmatic approach to capital account liberalization. *Journal of Economic Perspectives*, v. 38, n. 3, p. 149-172, 2008.

_____; _____; SUBRAMANIAN, A. Foreign capital and economic growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, v. 38, n. 1, p. 153-230, 2007.

_____; ROGOFF, K.; WEI, S.; KOSE, M. A. Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence. International Monetary Fund, 2003. (Occasional Paper, n. 220).

QUINN, D. P. The correlates of change in international financial regulation. *American Political Science Review*, v. 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, 1998. (Essays in International Finance, n. 207).

_____. *The developing countries' hazardous obsession with global integration*. Harvard University, 2001.

_____; SUBRAMANIAN, A. Why did financial globalization disappoint? *IMF Staff Papers*, v. 56, n. 1, p. 112-138, 2009.

ROGOFF, K. Managing the World Economy. *The Economist*, Aug. 3, 2002.

ROODMAN, D. How to do xtabond2: an introduction to difference and system GMM in stata. *The Stata Journal*, v. 9, n. 1, p. 86-136, 2009.

STIGLITZ, J. Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development*, v. 28, n. 6, p. 1075-1086, 2000.

STULZ, R. M. The limits of financial globalization. *Journal of Finance*, v. 60, n. 4, p. 1595-1638, 2005.

WINDMEIJER, F. A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics*, v. 126, n. 1, p. 25-51, 2005.

WORLD BANK. *World Development Indicators*. Washington, 2007.

Apêndice

Tabela A1
Descrição e fonte de variáveis

Variáveis	Descrição	Fonte
Crescimento do PIB	Taxa de crescimento do PIB per capita 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 per capita é PPP, está em \$ internacional constante de 2000.	World Development Indicators (2007)
PIB Inicial	Nível do PIB <i>per capita</i> real incluído na equação de crescimento como o logaritmo natural no ano inicial de cada período de cinco anos. O PIB per capita 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)
Investimento	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)

Continua...

Tabela A1 – Continuação

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)

Tabela A1 – Continuação

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 um 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	Variação 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.	Ilzetki, Reinhart e Rogoff (2008)
ERARR	Classificação <i>de facto</i> de Ilzetki, 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.	Ilzetki, Reinhart e Rogoff (2008)

Tabela A2
Integração financeira e crescimento de longo prazo do PIB per capita – *System GMM*

	Amostra Total				Amostra de 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 entre parênteses e são corrigidos utilizando-se 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)				-0,0001 (0,0002)	0,0003 (0,0002)	0,0001 (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)			

Continua...

Tabela A3 – Continuação

	Amostra Total de Países						Amostra de Países em Desenvolvimento					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
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
N. 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 entre parênteses e são corrigidos utilizando-se 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 *	0,0011 *	0,0007 (0,0006)	0,0012 **	0,0010 *
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)		

Continua...

Tabela A4 – Continuação

	Amostra Total de Países						Amostra de Países em Desenvolvimento					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
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
N. 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 entre parênteses e são corrigidos utilizando-se 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)
CHFI	-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)
CHFI 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)				
CHFI 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
N. 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 entre parênteses e são corrigidos utilizando-se 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)											
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)
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
N. 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 entre parênteses e são corrigidos utilizando-se 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 (0,0049)	-0,0024 (0,0061)	-0,0057 (0,0053)	-0,0073 (0,0062)	-0,0087 (0,0057)	-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
N. 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 entre parênteses e são corrigidos utilizando-se o procedimento desenvolvido por Windmeijer (2005). São reportados os p-valores das estatísticas de teste *AR(2)*, *Hansen Test* e *Diff. Hansen Test*.