

IBMEC SÃO PAULO

Programa de Mestrado Profissional em Economia

Airton Minoru Murakami

**O PAPEL DOS FATORES MACROECONÔMICOS NA
FORMAÇÃO DE CENTROS FINANCEIROS INTERNACIONAIS**

São Paulo

2008

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

Airton Minoru Murakami

**O Papel dos Fatores Macroeconômicos na Formação de Centros
Financeiros Internacionais**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Economia da Faculdade IBMEC São Paulo, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Áreas de concentração: Finanças e Macroeconomia Aplicadas
Orientador: Prof. Dr. Eurilton Alves Araújo Júnior – IBMEC São Paulo

São Paulo

2008

Murakami, Airton Minoru

O Papel dos Fatores Macroeconômicos na Formação de Centros Financeiros Internacionais / Airton Minoru Murakami;

Orientador: Eurilton Alves Araújo Júnior;

São Paulo: IBMEC São Paulo, 2008.

42 f.

Dissertação (Mestrado – Programa de Mestrado Profissional em Economia. Área de concentração: Finanças e Macroeconomia Aplicadas) – Faculdade IBMEC São Paulo.

1. Centros Financeiros Internacionais
2. Integração Financeira

FOLHA DE APROVAÇÃO

Airton Minoru Murakami

O Papel dos Fatores Macroeconômicos na Formação de Centros Financeiros Internacionais

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Economia do IBMEC São Paulo, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia.

Área de concentração: Finanças e Macroeconomia Aplicadas

Aprovado em: Julho/2008

Banca Examinadora

Prof. Dr. Eurilton Alves Araújo Júnior
Orientador

Instituição: Ibmecc São Paulo

Assinatura: _____

Prof. Dra. Regina Carla Madalozzo

Instituição: Ibmecc São Paulo

Assinatura: _____

Prof. Dr. Antonio Carlos Fiorenco Soares da Cunha

Instituição: Ibmecc Rio de Janeiro

Assinatura: _____

DEDICATÓRIA

Ao meu pai.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a todas as pessoas que de alguma forma estiveram presentes nestes dois anos e meio da minha vida e que puderam contribuir para a conclusão deste curso de Mestrado.

Agradeço aos colaboradores do Ibmecc São Paulo que também contribuíram durante este período, em especial ao corpo docente do Mestrado em Economia pela dedicação e por compartilhar seus conhecimentos durante as aulas e discussões.

Ao meu orientador, Eurilton Araújo, os meus profundos agradecimentos pelo apoio que me deu em momentos importantes para a finalização deste curso.

Não poderia deixar de agradecer aos meus colegas de turma. Os trabalhos, os estudos e as discussões não teriam sido tão enriquecedores e agradáveis sem a companhia de vocês.

Finalmente, um agradecimento especial a minha família. A minha mãe e ao meu irmão, o meu muito obrigado pelo apoio que me deram nos momentos de dificuldade. A Dani, os meus eternos agradecimentos pela compreensão e incentivo em todos os momentos durante estes dois anos e meio, período em que muitas vezes não pude dar a atenção que você merece.

RESUMO

MURAKAMI, Airton Minoru. **O Papel dos Fatores Macroeconômicos na Formação de Centros Financeiros Internacionais**. 2008. 42 p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade IBMEC São Paulo, São Paulo, 2008.

O objetivo deste estudo é analisar empiricamente a influência de alguns fatores macroeconômicos na formação de centros financeiros internacionais. Os fatores testados foram o nível de desenvolvimento e atividade da economia, estabilidade da economia, abertura comercial e carga tributária para doze países no período de 1988 a 2006. Estas variáveis foram testadas para três indicadores de atividades financeiras: capitalização do mercado, giro dos ativos listados em bolsa e volume do crédito interno. Neste estudo, utilizamos dois modelos. No primeiro, uma regressão em painel testa a significância das variáveis quando todos os países são analisados conjuntamente. Já no segundo, o teste é realizado para cada país isoladamente através de uma regressão simples. Os resultados do primeiro modelo mostram que os fatores testados têm influência significativa para a formação de centros financeiros.

Palavras-chave: Centros Financeiros Internacionais; Integração Financeira.

ABSTRACT

MURAKAMI, Airton Minoru. **The Role of Macroeconomic Factors in the Formation of International Financial Centers**. 2008. 42 p. Dissertation (Mastership) – Faculdade IBMEC São Paulo, São Paulo, 2008.

The objective of this study is to empirically analyze the influence of some macroeconomic factors on the international financial centers development. The factors tested were level of development and economic activity, economic stability, trade openness and taxation for twelve countries from 1988 to 2006. These variables were tested for three financial proxies: market capitalization, listed securities turnover and domestic credit volume. In this paper, we use two modeling approaches. In the first, a panel regression tests the variables significance when all countries are jointly analyzed. In the second, the test is done for each country separately through individual regressions. The first model results show that the factors tested are significant for the financial centers formation.

Keywords : Internacional Financial Centers; Financial Integration

SUMÁRIO

1. Introdução.....	9
1.1. Histórico de centros financeiros	10
1.2. Estudos sobre a formação de centros financeiros.....	12
2. Dados.....	14
2.1. Nível de Desenvolvimento e Atividade da Economia.....	14
2.2. Estabilidade da Economia	15
2.3. Abertura Comercial	15
2.4. Carga Tributária.....	16
2.5. Variáveis Financeiras	16
3. Modelos	18
3.1. Modelo 1 - Painel	18
3.2. Modelo 2 - Regressão Simples.....	19
4. Resultados.....	20
4.1. Modelo 1 – Painel.....	20
4.2. Modelo 2 - Regressão Simples	21
5. Conclusões.....	25
6. Referência Bibliográfica.....	27
7. Anexos.....	30

1. Introdução

Desde as últimas décadas, o modelo de formação dos centros financeiros vem passando por algumas importantes transformações. Inicialmente, havia uma grande concentração das atividades financeiras em poucos locais. Com o tempo, alguns outros centros financeiros também foram surgindo, mesmo que em menor escala, e em muitos casos, com abrangência apenas regional. No entanto, atualmente, a globalização vem revolucionando a atividade de serviços financeiros. A expansão e a facilidade tecnológica de comunicação aumentam cada vez mais o relacionamento das redes dos mercados financeiros. Dessa forma, a tendência parece ser novamente uma concentração de serviços financeiros em pouquíssimos mega centros, podendo ser complementados por centros menores e mais especializados em determinados segmentos.

No entanto, apesar destas mudanças, alguns fatores parecem permanecer inalteráveis. A proximidade física com potenciais clientes é ainda uma condição imperativa, especialmente em mercado de capitais com fusões, aquisições e grandes clientes corporativos, onde os serviços customizados e o relacionamento interpessoal são essenciais.

Além de um sistema financeiro estável e consistente, é importante também reconhecer que os participantes do mercado procuram outros fatores relacionados a questões sócio-econômicos, como por exemplo, sistemas regulatórios seguros, tratamento tributável favorável, política econômica estável, boa infra-estrutura e qualidade de vida.

McCarthy (1979) faz uma distinção entre *paper centre* e *functional centre*. Um *paper centre* é caracterizado basicamente por centralizar a gravação de transações financeiras, com pouco ou nenhum negócio bancário ou financeiro realizado nestes centros. Muitas instituições financeiras mantêm atividades nestes locais principalmente por benefícios fiscais e sistemas regulatórios pouco rígidos e, desta forma, minimizando custos gerais. Exemplos deste tipo de centro são as Ilhas Caiman, Bahamas e outros locais considerados “paraísos fiscais”. Por outro lado, um *functional centre* é caracterizado notavelmente pela real existência de atividades financeiras de

todos os tipos, como empréstimos, depósitos, operações com moedas estrangeiras, negócios com ativos financeiros, girando expressivo volume financeiro.

O foco deste estudo são os *functional centres*, chamados apenas de centros financeiros.

A proposta deste estudo, numa perspectiva econômica e financeira, é analisar empiricamente a influência de alguns fatores macroeconômicos que podem determinar a formação de centros financeiros internacionais. Aspectos como atividade econômica, estabilidade da economia, abertura comercial e carga tributária de alguns países serão as variáveis de análise deste estudo.

Este estudo é estruturado da seguinte forma. Ainda na parte introdutória, além de um histórico dos centros financeiros, alguns estudos são apresentados. Na seção seguinte, são apresentados os dados e uma revisão seletiva da literatura com foco nas variáveis utilizadas como possíveis determinantes na formação de centros financeiros e os indicadores que podem medir o nível de atividades financeiras em determinado país. Na seção três, a formulação dos modelos é descrita e os resultados apresentados na seção quatro. Por fim, as conclusões finais são apresentadas na seção cinco.

1.1. Histórico de centros financeiros

Tschoegl (2000) observou que a localização dos centros internacionais não é aleatória. Eles passaram por um processo histórico, resultando em determinados locais que oferecem uma quantidade de atrativos aos bancos que estabeleceram suas atividades no local.

Numa análise histórica, Kindleberger (1974) observou que, antes de 1870, um grande número de cidades fornecia serviços financeiros tanto no âmbito regional como global, entretanto nenhum dominava os outros. Naquela época, era comum a existência de mais de uma cidade por país na disputa pelos negócios. Cidades como Amsterdã, Berlim, Florência, Frankfurt, Gênova, Hamburgo, Londres, Milão, Nova Iorque, Paris, Filadélfia, Roma, Turim, Veneza e Zurique eram os centros financeiros na época. No final do século 19, Londres e Paris começavam a se sobressair perante as outras e a competir fortemente entre elas.

Segundo Kaufman (2000), após 1870, com a derrota dos franceses na guerra Franco-Prússia, Londres consolidou-se como o principal centro financeiro do mundo, permanecendo nesta posição até a Primeira Guerra Mundial, em 1914. Após a guerra, Nova Iorque começou a disputar a liderança, até que após a Grande Depressão de 1930, ultrapassou Londres. A partir de então, Nova Iorque manteve-se na liderança durante e após a Segunda Guerra Mundial, até que uma combinação de restrições regulatórias para os bancos nos EUA, conhecida popularmente como *Regulation Q*, começaram a impedir que eles oferecessem taxas atrativas para os fundos, que migraram para outros locais. Além disso, o desenvolvimento do mercado de eurodólar nos principais centros na década de 70 permitiu depósitos de dólar em bancos fora dos EUA. A própria criação do mercado de eurodólar foi uma consequência do *Regulation Q*. Como resultado destas restrições nos EUA, um grande volume das atividades financeiras migrou de volta para Londres.

O crescimento e a queda de cidades ou até mesmo países como centros financeiros internacionais refletem, em parte, as mudanças de localização das fortunas através dos centros de distribuição, especialmente por locais com a presença de portos, centros comerciais e sedes dos bancos centrais. Após a Segunda Guerra Mundial, Londres e Tóquio supriam estas necessidades, assim como Hong Kong e Cingapura em menor escala. Já Nova Iorque supria a maioria delas, porém não todas. Mesmo sem a presença de um porto, Frankfurt, em substituição a Berlim, passou a liderar as atividades na Alemanha, vencendo cidades como Hamburgo, por exemplo. Mais recentemente, Frankfurt ganhou espaço no cenário financeiro internacional com a sede do Banco Central Europeu, que conduz a política monetária dos seus países membros.

Em paralelo à disputa dos principais centros financeiros internacionais, alguns centros regionais começaram a surgir. Após a revolução cubana, Havana perdeu para o Panamá, que logo em seguida perdeu espaço para Miami como centro financeiro do Caribe. Outro centro importante é Dubai, que vem se destacando perante a Abu Dhabi na sucessão de Beirute como principal centro financeiro do norte da África e das arábias.

1.2. Estudos sobre a formação de centros financeiros

A maioria dos estudos relacionados a centros financeiros é abordada de uma forma descritiva. Kaufman (2000) examina os custos e benefícios em se tornar um centro financeiro internacional, com particular referência às atuais economias emergentes.

Nos estudos analisados, a posição de Nova Iorque e Londres como os dois principais centros financeiros internacionais, é claramente indiscutível. No entanto, há uma vasta discussão sobre qual seria o terceiro centro financeiro internacional, que aparentemente estaria no continente asiático.

Seade (2007), em uma análise da Ásia, acredita que uma possível consolidação entre Hong Kong, Tóquio e Cingapura pode retornar grandes benefícios para a região. No entanto, ele não enxerga isso como condição necessária para conseguir competir com Nova Iorque e Londres, embora apenas um deles tenha essa força.

Jao (2004) compara em detalhes as características de Xangai e Hong Kong como centros financeiros internacionais. Como os dois países têm históricos e caminhos distintos no desenvolvimento financeiro, ele conclui que Xangai, mesmo ambiciosa, ainda tem um longo caminho a percorrer para se tornar um centro financeiro internacional e, enquanto isso, permanece como um centro financeiro regional. Já Hong Kong se fortalece cada vez mais como centro financeiro internacional.

Na mesma linha comparativa entre dois centros, Kui (1998) faz uma análise entre Hong Kong e Cingapura. Enquanto Hong Kong é fortalecida pelos fundos ali administrados, Cingapura se posiciona fortemente em transações de câmbio e derivativos. Pelo fato de geograficamente eles atenderem regiões distintas, como centros financeiros regionais, pode haver uma cooperação entre os dois países. Já no âmbito de centro financeiro internacional, a competição é inevitável.

Embora encontremos uma vasta literatura sobre centros financeiros, poucos são os estudos empíricos neste assunto. Ainda com o foco na Ásia, Sagaram (2004) examinou empiricamente a

situação da Austrália, Hong Kong, Japão e Cingapura como centros financeiros da região, utilizando fatores como tributos, atividade econômica, ativos e passivos dos bancos, além de fatores regulatórios e sócio-econômicos, como política econômica, educação, qualidade de vida e tratamento tributário para empresas estrangeiras. Ele encontrou que todos estes fatores são críticos para a manutenção da situação de centros financeiros para os quatro países analisados.

Edison (2002) numa abordagem sobre integração dos centros financeiros investiga o impacto da integração financeira internacional no crescimento da economia, além de analisar se esta relação depende do nível do desenvolvimento econômico, financeiro e do sistema legal, nível de corrupção do governo e políticas macroeconômicas. Quando controlada por estas variáveis, o autor não rejeita a hipótese nula que a integração financeira internacional deixa de acelerar o crescimento da economia.

Similar a abordagem de Edison (2002), Vo (2005) também analisou empiricamente a relação entre variáveis que caracterizam a formação e integração de centros financeiros com alguns indicadores de desenvolvimento e econômicos, incluindo fatores como liberalização do capital, nível de desenvolvimento, abertura comercial e risco do país.

2. Dados

Os dados para este estudo foram obtidos do *World Development Indicators* (WDI), elaborado e publicado anualmente pelo Banco Mundial. Seleccionamos doze países que fazem parte de um ou mais grupos: países desenvolvidos com a presença de grandes centros financeiros, países que disputam a liderança no continente asiático, países em desenvolvimento e países que podem, de alguma forma, disputar com o Brasil na região da América Latina. Além do Brasil, escolhemos EUA, Inglaterra, França, Alemanha, Japão, Hong Kong, China, Índia, Rússia, México e Argentina. O período dos dados é de 1988 até 2006.

2.1. Nível de Desenvolvimento e Atividade da Economia

Segundo a literatura, o nível de desenvolvimento da economia é um dos principais fatores de confiança para a realização de negócios e atividades do setor financeiro. Dufey e Giddy (1978) argumentam que a necessidade de fundamentos da economia sólidos é essencial para os centros financeiros. Se um centro financeiro estiver em alguma economia pouco desenvolvida, ele provavelmente será um *paper centre*, onde a principal razão da formação deste centro é o benefício fiscal que este local pode proporcionar. Choi, Tschoegl e Yu (1996) enfatizam, que sem uma base sólida da economia, o crescimento e a sustentabilidade deste tipo de centro financeiro podem causar certa desconfiança do mercado financeiro.

Vo (2005) indica que países ricos tendem a ser altamente integrados nas atividades financeiras. Como consequência deste nível de integração dos mesmos, há uma forte possibilidade de concentração de atividades financeiras, tornando-se um centro financeiro. Portanto, para confirmar esta hipótese, incluímos o Produto Interno Bruto (PIB) defasado em um período [$\text{LOG}(\text{PIB}(-1))$] como indicador do nível de desenvolvimento da economia.

2.2. Estabilidade da Economia

De acordo com Montes (1999), para que um centro esteja apto a modificações e produtos inovadores, a estabilidade econômica é essencial. Um local com economia estável, forte e ativa será um bom centro para novos produtos e serviços financeiros.

Lemmen e Eijffinger (1996) sugerem que a taxa de inflação explica significativamente a integração financeira na Europa. Portanto, incluímos a taxa de inflação defasada em um período [INFLACAO(-1)] como indicador de estabilidade econômica. O argumento é que países com altas taxas de inflação terão sua moeda depreciada e assim, criarão condições desfavoráveis para investidores externos. Este baixo fluxo de capital pode ser uma importante barreira para que se este local se torne um centro financeiro internacional.

2.3. Abertura Comercial

Outra variável analisada é a abertura comercial entre países em bens e serviços. Hummels (2001) e Yi (2003) apresentaram a importância do crescimento do comércio internacional e sugerem que este evidente crescimento é um dos mais importantes da economia mundial. De acordo com Lane e Milesi-Ferretti (2003), a abertura comercial pode contribuir para a formação e integração de centros financeiros por alguns motivos. Primeiro, o comércio de bens resulta diretamente em transações financeiras, como por exemplo, negócios de crédito e seguro. Segundo, há uma relação muito próxima entre as vantagens da diversificação internacional financeira e o nível do comércio de bens: o custo do comércio cria um elo internacional entre taxas marginais de substituição e os limites de ganho para o comércio de bens. Terceiro, o comércio de bens e posições financeiras são formados conjuntamente em algumas situações, como é frequente em investimentos diretos, dado a importância do comércio entre firmas. Finalmente, abertura no mercado de bens pode aumentar a disposição para realizar negócios trans-fronteiriços, reduzindo o efeito de *home bias* (efeito “familiaridade”). Portanto, faz sentido incluir, como variáveis explicativas para abertura comercial, exportação como percentual do PIB [EXPORT(-1)],

importação como percentual do PIB [IMPORT(-1)] e investimentos diretos como percentual do PIB [INVDIRETO(-1)], todos defasados em um período.

2.4. Carga Tributária

A carga tributária também é um fator que pode influenciar o grau de concentração de atividades do setor financeiro. Os governos costumam aliviar as taxas dos impostos com o objetivo de competir pelos investimentos. Além de baixos impostos corporativos, as empresas também estão preocupadas com os impostos para pessoa física. Montes (1999) argumenta que as empresas do setor financeiro procuram locais com alta produtividade e baixos custos que, segundo ele, dependem significativamente da carga tributária e incentivos.

Segundo Vo (2005), as empresas mudam seus ativos para países com menores impostos corporativos. Adicionalmente, baixos níveis de impostos atraem intermediários financeiros para obter vantagens através de negócios trans-fronteiriços. Finalmente, altos níveis de impostos fazem com que investidores não mantenham suas posições nestes locais para evitar tributação. Dessa forma, países com menor carga tributária são procurados para estabelecimento de atividades financeiras. Neste estudo, usaremos impostos sobre produtos e serviços como percentual do PIB defasado em um período [TRIBUTOS(-1)] como indicador da carga tributária.

2.5. Variáveis Financeiras

Reed (1983) utilizou um conjunto de dezesseis variáveis e concluiu que a estrutura organizacional de um centro financeiro é determinada inicialmente pela quantidade de passivos e ativos internacionalizados e principalmente pela presença de *clearings* internacionais, empresas especializadas em compensar e liquidar operações.

Davis (1990) argumenta que quanto maior o grau de giro dos ativos, maior a eficiência e liquidez de um centro financeiro e maior a possibilidade de crescimento. Emissores e investidores do

mercado de capitais valorizam cada vez mais a liquidez de seus ativos, que depende em grande parte da eficiência e tamanho dos intermediários financeiros que atuam neste centro financeiro.

Poon (2003) e Sagaram (2004) utilizaram variáveis do mercado financeiro como capitalização do mercado, número de ativos negociados, valores dos ativos negociados, dividendos pagos e o giro dos derivativos e ativos. Em nosso estudo, similar ao de Poon (2003) e Sagaram (2004), utilizaremos alguns parâmetros como indicadores do nível de atividade dos centros financeiros: capitalização bursátil como percentual do PIB [CAPMERC], giro dos ativos negociados em bolsa como percentual do PIB [GIROATIVOS] e crédito doméstico como percentual do PIB[CREDITO].

3. Modelos

Neste estudo, utilizando observações anuais de 1988 a 2006 e doze países, fizemos uma análise dos dados em painel com efeitos fixos, que nos permite avaliar a interação e influência das variáveis para os doze países em conjunto. Baltagi (1995) sustenta o uso do modelo de regressão em painel, dado que ele permite uma análise conjunta dos resultados, ao contrário da análise do modelo de regressão individual.

Em função da discussão apresentada sobre as variáveis, formulamos o seguinte modelo:

3.1. Modelo 1 - Painel

$$VF_{it} = \alpha + \beta_1 PIB_{it} + \beta_2 EXPORT_{it} + \beta_3 IMPORT_{it} + \beta_4 INFLACAO_{it} + \beta_5 INVDIRETO_{it} + \beta_6 TRIBUTOS_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

VF_{it} = Variáveis financeiras

$CAPMERC_{it}$ = Capitalização do mercado (empresas listadas) como percentual do PIB

$CREDITO_{it}$ = Crédito doméstico como percentual do PIB

$GIROATIVOS_{it}$ = Giros dos ativos listados como percentual do PIB

PIB_{it} = Produto interno bruto em termos reais

$EXPORT_{it}$ = Volume de exportação como percentual do PIB

$IMPORT_{it}$ = Volume de importação como percentual do PIB

$INFLACAO_{it}$ = Taxa de inflação

$INVDIRETO_{it}$ = Volume de investimentos diretos como percentual do PIB

$TRIBUTOS_{it}$ = Volume de impostos sobre produtos como percentual do PIB

α = Termo constante

ε_{it} = Erro aleatório

3.2. Modelo 2 - Regressão Simples

Neste modelo, utilizamos as mesmas variáveis e período do primeiro modelo. A diferença é que em vez de analisar os países em conjunto (painel), no modelo descrito abaixo, cada país é analisado separadamente.

$$VF_t = \alpha + \beta_1 PIB_t + \beta_2 EXPORT_t + \beta_3 IMPORT_t + \beta_4 INFLACAO_t + \beta_5 INVDIRETO_t + \beta_6 TRIBUTOS_t + \varepsilon_t$$

Onde:

VF_t = Variáveis financeiras

$CAPMERC_t$ = Capitalização do mercado (empresas listadas) como percentual do PIB

$CREDITO_t$ = Crédito doméstico como percentual do PIB

$GIROATIVOS_t$ = Giros dos ativos listados como percentual do PIB

PIB_t = Produto interno bruto em termos reais

$EXPORT_t$ = Volume de exportação como percentual do PIB

$IMPORT_t$ = Volume de importação como percentual do PIB

$INFLACAO_t$ = Taxa de inflação

$INVDIRETO_t$ = Volume de investimentos diretos como percentual do PIB

$TRIBUTOS_t$ = Volume de impostos sobre produtos como percentual do PIB

α = Termo constante

ε_t = Erro aleatório

4. Resultados

4.1. Modelo 1 – Paineis

Na tabela 1 são apresentados os resultados obtidos para o modelo 1, onde todos os países da amostra são analisados conjuntamente durante todo o período selecionado. As colunas da tabela apresentam o resultado do modelo para cada variável financeira utilizada como indicador do nível de atividades financeiras (CAPMERC, GIROATIVOS e CREDITO).

Percebemos que o PIB é positivamente significativo para as três variáveis financeiras. Esse resultado prova que países com maior nível de atividade econômica tendem a se tornar centros financeiros maiores e mais importantes que os países com menor nível de atividade e desenvolvimento da economia.

Outro resultado esperado e suportado pelos resultados da regressão é a importância que a abertura comercial tem para o desenvolvimento de centros financeiros. Quando testada pela variável financeira CAPMERC, todos os indicadores de abertura comercial (EXPORT, IMPORT e INVDIRETO) foram estatisticamente significativos, sendo que a primeira negativamente e as outras duas positivamente. Para reforçar este resultado, os mesmos sinais foram obtidos utilizando a variável financeira CREDITO. No entanto, quando GIROATIVOS foi utilizada, obtivemos um resultado um pouco diferente. Embora a variável EXPORT tenha continuado com o coeficiente negativo e estatisticamente significativo, IMPORT continuou positivo, mas não significativo. Já INVDIRETO, o coeficiente que era positivo anteriormente, tornou-se negativo e não significativo.

O resultado encontrado para TRIBUTOS também indica a importância da política fiscal para a formação de centros financeiros. Utilizando os três indicadores financeiros, em todos os casos, encontramos um coeficiente negativo. Embora não tenha sido estatisticamente significativo apenas para GIROATIVOS, os coeficientes foram significativos para CAPMERC e CREDITO. Isto demonstra o quanto a política fiscal ainda é um ingrediente fundamental para que os participantes

do mercado tomem suas decisões de onde e como aplicar seus recursos. Conforme a política fiscal adotada, pode haver um grande incentivo para estimular a competição entre os centros financeiros, não deixando dúvidas que políticas fiscais favoráveis promovem uma vantagem competitiva entre os centros financeiros.

Para INFLACAO, os coeficientes foram negativos, embora não tenham sido estatisticamente significantes. O sinal negativo dos coeficientes está de acordo com o esperado, pois ao decidir o local para investir, os participantes tendem a buscar locais economicamente mais estáveis. Em outras palavras, quanto maior o nível de inflação, menor as condições favoráveis para a formação de grandes centros financeiros internacionais.

4.2. Modelo 2 - Regressão Simples

Alemanha

A tabela 2 apresenta os resultados obtidos para a Alemanha. O PIB apresentou coeficientes significantes, negativos para CREDITO e GIROATIVOS e positivo para CAPMERC. Embora todos os coeficientes dos indicadores para abertura comercial apresentaram resultados estatisticamente significantes, os sinais não foram convergentes. O mesmo aconteceu com INFLACAO, com coeficientes negativamente significantes para CAPMERC e CREDITO e positivo para GIROATIVOS. Já para TRIBUTOS, todos os coeficientes foram positivos, embora significante apenas para CREDITO.

Argentina

A tabela 3 apresenta os resultados obtidos para a Argentina. Podemos observar que o PIB foi positivamente significante para as três variáveis financeiras. Com relação à abertura comercial, os resultados não foram convergentes entre os indicadores utilizados. EXPORT foi negativamente significante para CREDITO e GIROATIVOS. No entanto, quando testado por CAPMERC, o coeficiente foi positivo e não significante. IMPORT apresentou um coeficiente positivamente significante somente para GIROATIVOS, enquanto que para CAPMERC e CREDITO, os coeficientes foram negativos e não significantes. O indicador TRIBUTOS foi positivo e significante apenas quando testado por CAPMERC. Além do PIB, os resultados para

INFLACAO também foram convergentes. Em todos os casos, o coeficiente apresentou uma relação negativa e significativa.

Brasil

A tabela 4 apresenta os resultados obtidos para o Brasil. Embora quando testada por CAPMERC, o PIB tenha apresentado um coeficiente significativo e negativo, os resultados para CREDITO E GIROATIVOS foram positivamente significantes. Todos os resultados para EXPORT e IMPORT foram significativos. No entanto, os coeficientes foram negativos para EXPORT quando testada por GIROATIVOS e IMPORT quando testada por CREDITO. Os demais foram positivos. Já os resultados para INVDIRETO foram ainda mais divergentes. Um resultado não esperado foi o obtido para TRIBUTOS, onde o coeficiente foi positivamente significativo para CAPMERC e CREDITO. Já INFLACAO apresentou todos os coeficientes negativos, embora não significativo para GIROATIVOS.

China

A tabela 5 apresenta os resultados obtidos para a China. O PIB apresentou coeficientes positivos e significantes quando testado por CREDITO e GIROATIVOS, mas negativo para CAPMERC. EXPORT e IMPORT apresentaram coeficientes significantes tanto positivos como negativos, enquanto que INVDIRETO foi positivo e estatisticamente significativo em CAPMERC e GIROATIVOS. Essa divergência de sinais também foi verificada em TRIBUTOS, positivamente significativo em CREDITO e negativamente significativo em GIROATIVOS. O único indicador com resultados convergentes foi INFLACAO, onde em todas as situações o coeficiente foi negativamente significativo.

EUA

A tabela 6 apresenta os resultados obtidos para os EUA. O PIB teve coeficiente negativo para CAPMERC, significativo e, não significativo para CREDITO. Já quando testado por GIROATIVOS, foi positivo e significativo. No caso de IMPORT e EXPORT, todos os coeficientes foram positivos. Para INFLACAO, obtivemos todos os coeficientes negativos e estatisticamente significantes.

França

A tabela 7 apresenta os resultados obtidos para a França. Embora tenha apresentado um coeficiente negativo e significativo para CAPMERC, o indicador PIB foi positivamente significativo para CREDITO e GIROATIVOS. Os resultados estatisticamente significantes para os indicadores da abertura comercial foram convergentes: EXPORT apresentou coeficientes negativos quando testado por CREDITO e GIROATIVOS; IMPORT tem coeficientes positivos para CAPMERC e CREDITO e por fim, os coeficientes de INVDIRRETO positivos para CREDITO e GIROATIVOS. Outro resultado convergente foi para TRIBUTOS, onde os coeficientes foram negativos e significantes para CREDITO e GIROATIVOS. Já INFLACAO foi significativa apenas para CAPMERC com o coeficiente negativo.

Hong Kong

A tabela 8 apresenta os resultados obtidos para Hong Kong. Exceto TRIBUTOS quando testado por CREDITO, todos os coeficientes foram significantes, embora com sinais divergentes na maioria dos indicadores. O único resultando convergente foi para INVDIRRETO, onde o coeficiente foi negativamente significativo para todas as variáveis financeiras.

Índia

A tabela 9 apresenta os resultados obtidos para a Índia. O coeficiente de PIB foi significativo para CREDITO e GIROATIVOS, com sinal positivo. Para EXPORT, embora todos os coeficientes tenham sido positivos, eles foram significantes apenas para CAPMERC e CREDITO. Resultado similar para INVDIRRETO, com sinal invertido, os coeficientes foram significantes para CAPMERC e CREDITO. Já IMPORT, apresentou resultados significantes, porém com sinais divergentes. O mesmo aconteceu para INFLACAO. Todos os coeficientes de TRIBUTOS foram negativos, embora significantes apenas quando testada por CAPMERC.

Inglaterra

A tabela 10 apresenta os resultados obtidos para a Inglaterra. Houve convergência em dois indicadores: INFLACAO e TRIBUTOS. No caso de INFLACAO, todos os coeficientes foram negativos, com significância em CREDITO e GIROATIVOS. Para TRIBUTOS, todos foram

positivos e significantes. O PIB, apesar de todos apresentarem resultados significantes, quando testado por GIROATIVOS foi positivo. Já por CAPMERC e CREDITO, foram negativos.

Japão

A tabela 11 apresenta os resultados obtidos para o Japão. Inicialmente, todos os coeficientes foram estatisticamente significantes. No caso do PIB, negativo para CAPMERC e GIROATIVOS, e positivo para CREDITO. Quando testados por CAPMERC e GIROATIVOS, os indicadores EXPORT, INVDIRETO e TRIBUTOS foram positivos, enquanto que quando testados por CREDITO, os coeficientes foram negativos. Comparando com os resultados de EXPORT, os coeficientes de IMPORT tiveram sinais contrários. Por fim, INFLACAO foram positivos para CAPMERC e CREDITO, no entanto, negativo para GIROATIVOS.

México

A tabela 12 apresenta os resultados obtidos para o México. Apenas dois indicadores apresentaram resultados convergentes. Os coeficientes de INFLACAO e INVDIRETO foram negativamente significantes para todas as variáveis financeiras.

Rússia

A tabela 13 apresenta os resultados obtidos para a Rússia. Os coeficientes do PIB foram negativamente significantes para todas as variáveis financeiras. Com sinal invertido, os coeficientes de TRIBUTOS também foram todos significantes. Os indicadores de abertura comercial, apesar de significantes, não convergiram em nenhuma das três. Já INFLACAO, mesmo não sendo significantes, em nenhum dos casos foi negativo.

5. Conclusões

Os centros financeiros internacionais vêm se tornando um assunto que cada vez mais importante no cenário mundial. Este estudo procura abordar o tema de uma maneira pouco encontrada na literatura: uma análise empírica da influência de alguns fatores na formação de centros com alto nível de atividades financeiras.

Como consequência da globalização no setor financeiro e a freqüente busca por melhores performances, a competição entre os centros financeiros internacionais tem aumentado significativamente nos últimos anos, o que significa um aumento na busca por vantagens competitivas entre os centros. É possível verificar que algumas variáveis podem contribuir para aumentar a vantagem competitiva de um local frente a outro. Naturalmente, cada país pode ter diferentes respostas para cada variável. Em outras palavras, uma variável que pode ser extremamente importante para determinado centro também pode não ser importante para outro.

Com o modelo 1 procuramos analisar a importância de alguns fatores na formação de centros financeiros internacionais. Já no modelo 2, tentamos verificar a importância destes fatores para cada país da amostra. No entanto, como podemos observar na seção anterior, para o segundo modelo, não conseguimos obter resultados consistentes. Quando comparamos os resultados dos três indicadores que medem o nível de atividades financeiras, podemos perceber que a maioria dos resultados não é convergente. Um provável motivo para a inconsistência destes resultados é o reduzido número de observações quando um país é analisado isoladamente. Como sugestão para estudos futuros, podemos aumentar o período de análise da amostra.

Com relação ao primeiro modelo, conseguimos evidências empíricas de que há influência de fatores econômicos na formação de centros financeiros internacionais. Primeiro, países com maior nível de atividade econômica, medido pelo PIB, tendem a concentrar mais atividades financeiras. Segundo, o nível de abertura comercial de um país se mostrou outro fator de grande importância para a formação de centros financeiros; ou seja, o volume de importação, exportação e investimento direto têm influência significativa no setor financeiro. Terceiro, quanto maior a

carga tributária, menor a probabilidade dos participantes do mercado financeiro buscar este país para realizarem suas atividades. Por último, apesar de não ter sido estatisticamente significativa, a estabilidade da economia também se mostrou importante para a formação de centros financeiros. Medido pelo nível da inflação dos países, verificamos que quanto maior a estabilidade da economia, maior a concentração de atividades financeiras.

6. Referência Bibliográfica

BALTAGI, B. H. *Econometric Analysis of Panel Data*. New York: John Wiley and Sons, 1995.

CHOI, S-R.; TSCHOEGL, A.; YU, C-M. Banks and the World's Major Banking Centres. *Welwirtschaftliches Archiv*, vol 132, n. 4, pp 48-64, 1996.

DAVIS, E. P. *International Financial Centers – An Industrial Analysis*. Bank of England, Discussion Paper, n. 51, pp 1-23, Setembro, 1990.

DUFEY, G. e GIDDY, I. *Financial Centers and External Financial Markets*, Apêndice 2 de “The International Money Market”, Englewood Cliffs, NJ; Prentice-Hall, pp 35-47, 1978.

EDISON, Hali J.; LEVINE, R.; RICCI, L.; SLOK, T. *International Financial Integration and Economic Growth*. National Bureau of Economic, Research Working Paper 9164, 2002.

HUMMELS, D. *The Nature and Growth of Vertical Specialization in World Trade*. *Journal of International Economics*, vol 54, n 1, pp 75-96, 2001.

JAO, Y. C. *Shanghai and Hong Kong as International Financial Centres: Historical Perspective and Contemporary Analysis*. Hong Kong Institute Economics and Business Strategy Working Paper, 2004. Disponível em: http://www.hiebs.hku.hk/working_papers.asp?ID=91.

KAUFMAN, George G. *Emerging Economies and International Financial Centers*. Loyola University Chicago and Federal Reserve Bank of Chicago, 2000. Disponível em: <http://www.sba.luc.edu/research/wpapers/001101.pdf>

KINDLEBERGER, Charles P. *The Formation of Financial Centers: A Study in Comparative Economic History*. Princeton Studies in International Finance N. 36, Princeton: Princeton University, 1974

KUI, Ng Beoy. Hong Kong and Singapore as International Financial Centres: A Comparative Functional Perspective. Applied Economics Division, School of Accountancy & Business, Nanyang Technological University, Singapore, 1998. Disponível em: http://www3.ntu.edu.sg/nbs/sabre/working_papers/06-98.pdf

LANE, Philip R; MILESI-FERRET, Gian M. International Financial Integration. IMF's Third Annual Research Conference, 2003.

LEMMEN, J.J.G.; EIJJFINGER, S.C.W. The Fundamental Determinants of Financial Integration in the European Union. *Weltwirtschaftliches Archiv: Review of World Economics*, vol 132, n. 3, pp 432-487, 1996.

MCCARTHY, I. Offshore Banking Centers: Benefits and Costs. *Finance and Development*, vol 16, n. 4, pp 45-48, 1979.

MONTES, M.F. Tokyo, Hong Kong and Singapore as Competing Financial Centres. *Journal of Asian Business*, vol 18, n. 1, pp 153-168, 1999.

POON, J. P. H. Hierarchical Tendencies of Capital Markets Among International Financial Centers. *Growth and Change*, vol. 34, n. 2, pp 135-136, Junho, 2003.

REED, H. Appraising Corporate Investment Policy: A Financial Center Theory of Foreign Direct Investment. *The Multinational Corporations in the 1980s*, Cambridge MA: MIT Press, pp 219-244, 1983.

SAGARAM, J. P. A.; WICKRAMANAYAKE, J. Financial Centers in the Asia-Pacific Region: An Empirical Study on Austrália, Hong Kong, Japan and Sigapore, 2004. Disponível em: <http://207.36.165.114/NewOrleans/Papers/5701227.pdf>

SEADE, Jesús. International Financial Centres in East Asia and Beyond: A Perspective from Hong Kong. PECC International Conference – Department of Economics, Lingnan University, Hong Kong, 2007.

TSCHOEGL, Adrian E. International Banking Centers, Geography and Foreign Banks. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol 9, N 1, pp 1-32, Fevereiro, 2000.

VO, Xuan Vinh. Determinants of International Financial Integration. School of Economics, University of New South Wales, 2005. Disponível em:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=932172#PaperDownload

YI, K.M. Can Vertical Specialization Explain the Growth on World Trade? *Journal of Political Economy*, vol 111, n 1, pp 52-102, 2003. Disponível em:
<http://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/344805?journalCode=jpe>

7. Anexos

Tabela 1 – Resultado do Modelo 1

Todos os países			
	CAPMERC	GIROATIVOS	CREDITO
LOG(PIB(-1))	1,849 (-4,584) ^{***}	2,989 (7,593) ^{***}	5,198 (16,383) ^{***}
EXPORT(-1)	-4,519 (-4,014) ^{***}	-1,707 (-1,672) [*]	-2,493 (-2,81) ^{***}
IMPORT(-1)	6,522 (5,091) ^{***}	1,828 (1,574)	2,731 (2,705) ^{***}
INFLACAO(-1)	-0,003 (-0,248)	-0,016 (-1,626)	-0,014 (-1,567)
INVDIRETO(-1)	2,501 (2,925) ^{***}	-0,409 (-0,542)	1,123 (1,667) [*]
TRIBUTOS(-1)	-4,182 (-3,505) ^{***}	-0,328 (-0,288)	-7,413 (-7,877) ^{***}

Diagnósticos

Observações	200	170	200
R-Quadrado	0,643	0,091	0,365
R-Quadrado Ajustado	0,634	0,063	0,349
<i>F-statistic</i>	70,015	3,284	22,294
Prob(<i>F-statistic</i>)	0,000	0,007	0,000

Observação: *t-statistics* em parênteses ()

*** significante a 1%

** significante a 5%

* significante a 10%

Tabela 2 – Resultado do Modelo 2 - Alemanha

Alemanha			
	CAPMERC	CREDITO	GIROATIVOS
LOG(PIB(-1))	1,408 (2,115)**	-1,341 (-3,763)***	-6,538 (-2,08)**
EXPORT(-1)	3,254 (5,359)***	1,389 (4,274)***	-4,425 (-2,249)**
IMPORT(-1)	-3,679 (-4,449)***	-1,695 (-3,829)***	6,339 (2,326)**
INFLACAO(-1)	-4,057 (-6,031)***	-2,634 (-7,314)***	7,629 (2,074)**
INVDIRETO(-1)	2,305 (6,469)***	0,437 (2,291)**	-4,688 (-3,964)***
TRIBUTOS(-1)	0,572 (0,298)	16,063*** (15,635)***	29,454 (3,319)***

Diagnósticos

Observações	234	234	169
R-Quadrado	0,721	0,846	0,262
R-Quadrado Ajustado	0,715	0,843	0,239
<i>F-statistic</i>	118,063	251,042	11,568
Prob(<i>F-statistic</i>)	0,000	0,000	0,000

Observação: *t-statistics* em parênteses ()

*** significante a 1%

** significante a 5%

* significante a 10%

Tabela 3 – Resultado do Modelo 2 - Argentina

Argentina			
	CAPMERC	CREDITO	GIROATIVOS
LOG(PIB(-1))	0,677 (2,973) ^{***}	1,02 (17,912) ^{***}	1,581 (9,924) ^{***}
EXPORT(-1)	0,708 (1,618)	-0,519 (-4,749) ^{***}	-0,824 (-2,722) ^{***}
IMPORT(-1)	-1,279 (-1,015)	-0,016 (-0,052)	1,958 (2,23) ^{**}
INFLACAO(-1)	-0,007 (-2,911) ^{***}	-0,002 (-3,303) ^{***}	-0,001 (-0,669) ^{***}
INVDIRETO(-1)	2,832 (2,84) ^{***}	0,588 (2,357) ^{**}	-1,889 (-2,737)
TRIBUTOS(-1)	2,246 (2,029) ^{**}	-0,4 (-1,444)	-5,456 (-6,955)

Diagnósticos

Observações	234	234	221
R-Quadrado	0,214	0,365	0,422
R-Quadrado Ajustado	0,197	0,351	0,408
<i>F-statistic</i>	12,435	26,250	31,366
Prob(<i>F-statistic</i>)	0,000	0,000	0,000

Observação: *t-statistics* em parênteses ()

*** significante a 1%

** significante a 5%

* significante a 10%

Tabela 4 – Resultado do Modelo 2 - Brasil

Brasil			
	CAPMERC	CREDITO	GIROATIVOS
LOG(PIB(-1))	-0,744 (-5,956)***	3,8 (14,651)***	1,68 (8,902)***
EXPORT(-1)	1,932 (5,333)***	9,279 (12,333)***	-5,908 (-10,795)***
IMPORT(-1)	2,461 (2,994)***	-24,727 (-14,481)***	8,937 (7,194)***
INFLACAO(-1)	-0,005 (-4,318)***	-0,016 (-7,137)***	-0,002 (-1,013)
INDIRETO(-1)	-0,206 (-0,305)	3,373 (2,409)**	-7,858 (-7,713)***
TRIBUTOS(-1)	0,728 (2,184)**	7,319 (10,576)***	-0,688 (-1,366)

Diagnósticos

Observações	234	234	234
R-Quadrado	0,667	0,631	0,399
R-Quadrado Ajustado	0,660	0,623	0,386
<i>F-statistic</i>	91,419	77,888	30,255
Prob(<i>F-statistic</i>)	0,000	0,000	0,000

Observação: *t-statistics* em parênteses ()

*** significante a 1%

** significante a 5%

* significante a 10%

Tabela 5 – Resultado do Modelo 2 - China

China			
	CAPMERC	CREDITO	GIROATIVOS
LOG(PIB(-1))	-1,859 (-10,115)***	2,772 (57,045)***	13,813 (13,559)***
EXPORT(-1)	3,227 (6,014)***	-0,174 (-1,241)	-11,494 (-4,622)***
IMPORT(-1)	0,083 (0,117)	-0,563 (-2,839)***	21,066 (6,473)***
INFLACAO(-1)	-2,94 (-10,792)***	-0,816 (-9,451)***	-4,894 (-3,917)***
INVDIRETO(-1)	5,403 (8,884)***	-0,083 (-0,49)	12,379 (3,859)***
TRIBUTOS(-1)	-0,619 (-0,512)	6,091 (15,959)***	-52,495 (-9,262)***

Diagnósticos

Observações	208	221	195
R-Quadrado	0,807	0,946	0,588
R-Quadrado Ajustado	0,802	0,945	0,577
<i>F-statistic</i>	168,632	759,701	54,031
Prob(<i>F-statistic</i>)	0,000	0,000	0,000

Observação: *t-statistics* em parênteses ()

*** significante a 1%

** significante a 5%

* significante a 10%

Tabela 6 – Resultado do Modelo 2 - EUA

	EUA		
	CAPMERC	CREDITO	GIROATIVOS
LOG(PIB(-1))	-4,883 (-2,371)**	-1,245 (-1,061)	21,653 (7,099)***
EXPORT(-1)	19,859 (12,247)***	0,933 (1,01)	3,145 (1,374)
IMPORT(-1)	11,341 (15,004)***	15,766 (36,621)***	19,722 (16,435)***
INFLACAO(-1)	-12,603 (-8,15)***	-5,194 (-5,896)***	-16,015 (-6,584)***
INVDIRETO(-1)	0,294 (0,271)	-2,323 (-3,756)***	3,005 (2,062)**
TRIBUTOS(-1)	-8,924 (-1,103)	0,03 (0,007)	-112,92 (-9,64)***

Diagnósticos

Observações	234	234	169
R-Quadrado	0,863	0,921	0,862
R-Quadrado Ajustado	0,860	0,920	0,858
<i>F-statistic</i>	286,646	534,525	204,287
Prob(<i>F-statistic</i>)	0,000	0,000	0,000

Observação: *t-statistics* em parênteses ()

*** significante a 1%

** significante a 5%

* significante a 10%

Tabela 7 – Resultado do Modelo 2 - França

França			
	CAPMERC	CREDITO	GIROATIVOS
LOG(PIB(-1))	-6,598 (-4,831)***	5,511 (26,806)***	27,549 (7,446)***
EXPORT(-1)	1,886 (1,498)	-3,964 (-20,019)***	-13,168 (-6,653)***
IMPORT(-1)	7,327 (5,027)***	3,996 (18,762)***	1,769 (0,661)
INFLACAO(-1)	-14,918 (-6,703)***	-0,448 (-1,445)	0,318 (0,07)
INDIRETO(-1)	-0,444 (-0,899)	0,132 (1,909)*	4,132 (4,299)***
TRIBUTOS(-1)	5,195 (1,762)	-6,037 (-13,777)***	-39,85 (-5,391)***

Diagnósticos

Observações	234	221	156
R-Quadrado	0,751	0,834	0,384
R-Quadrado Ajustado	0,745	0,831	0,364
<i>F-statistic</i>	137,349	216,719	18,741
Prob(<i>F-statistic</i>)	0,000	0,000	0,000

Observação: *t-statistics* em parênteses ()

*** significante a 1%

** significante a 5%

* significante a 10%

Tabela 8 – Resultado do Modelo 2 – Hong Kong

Hong Kong			
	CAPMERC	CREDITO	
LOG(PIB(-1))	-98,734 (-9,65) ^{***}	6,592 (21,723) ^{***}	-5,555 (-6,805) ^{***}
EXPORT(-1)	35,607 (11,303) ^{***}	-1,069 (-11,443) ^{***}	2,59 (10,306) ^{***}
IMPORT(-1)	-23,411 (-7,061) ^{***}	0,991 (10,079) ^{***}	-1,961 (-7,416) ^{***}
INFLACAO(-1)	5,38 (1,664) [*]	-0,517 (-5,396) ^{***}	-1,673 (-6,487) ^{***}
INVDIRETO(-1)	-4,18 (-7,237) ^{***}	-0,039 (-2,292) ^{**}	-0,62 (-13,453) ^{***}
TRIBUTOS(-1)	241,768 (9,15) ^{***}	-0,748 (-0,955)	21,119 (10,019) ^{***}

Diagnósticos

Observações	104	104	104
R-Quadrado	0,941	0,910	0,805
R-Quadrado Ajustado	0,938	0,905	0,795
<i>F-statistic</i>	313,201	198,147	80,894
Prob(<i>F-statistic</i>)	0,000	0,000	0,000

Observação: *t-statistics* em parênteses ()

*** significante a 1%

** significante a 5%

* significante a 10%

Tabela 9 – Resultado do Modelo 2 - Índia

Índia			
	CAPMERC	CREDITO	GIROATIVOS
LOG(PIB(-1))	-0,631 (-1,625)	0,287 (2,711)***	12,975 (5,584)***
EXPORT(-1)	5,263 (4,945)***	2,94 (10,126)***	7 (1,1)
IMPORT(-1)	2,397 (2,748)***	-0,606 (-2,546)**	-11,153 (-2,138)**
INFLACAO(-1)	2,53 (8,159)***	-0,103 (-1,22)	-16,669 (-8,992)***
INDIRETO(-1)	-15,112 (-6,108)***	-2,218 (-3,287)***	17,029 (1,151)
TRIBUTOS(-1)	-5,464 (-4,452)***	-0,52 (-1,553)	-11,503 (-1,568)

Diagnósticos

Observações	195	195	195
R-Quadrado	0,884	0,939	0,679
R-Quadrado Ajustado	0,881	0,938	0,670
<i>F-statistic</i>	288,788	584,463	79,943
Prob(<i>F-statistic</i>)	0,000	0,000	0,000

Observação: *t-statistics* em parênteses ()

*** significante a 1%

** significante a 5%

* significante a 10%

Tabela 10 – Resultado do Modelo 2 - Inglaterra

Inglaterra			
	CAPMERC	CREDITO	GIROATIVOS
LOG(PIB(-1))	-8,823 (-4,035)***	-2,898 (-1,98)**	12,04 (3,597)***
EXPORT(-1)	10,428 (9,113)***	-10,161 (-13,265)***	-27,992 (-21,3)***
IMPORT(-1)	-5,412 (-4,808)***	9,961 (13,218)***	15,536 (8,881)***
INFLACAO(-1)	-0,688 (-0,612)	-4,627 (-6,144)***	-26,179 (-14,225)***
INVDIRETO(-1)	1,301 (4,858)***	-1,022 (-5,702)***	-3,642 (-12,656)***
TRIBUTOS(-1)	22,905 (4,533)***	20,167 (5,962)***	14,529 (1,973)**

Diagnósticos

Observações	234	234	169
R-Quadrado	0,711	0,675	0,818
R-Quadrado Ajustado	0,704	0,668	0,812
<i>F-statistic</i>	112,081	94,859	146,092
Prob(<i>F-statistic</i>)	0,000	0,000	0,000

Observação: *t-statistics* em parênteses ()

*** significante a 1%

** significante a 5%

* significante a 10%

Tabela 11 – Resultado do Modelo 2 - Japão

Japão			
	CAPMERC	CREDITO	GIROATIVOS
LOG(PIB(-1))	-0,604 (-1,945)*	8,821 (38,408)***	-4,832 (-33,111)***
EXPORT(-1)	18,199 (8,394)***	-9,071 (-5,66)***	21,147 (18,258)***
IMPORT(-1)	-16,783 (-7,463)***	8,224 (4,947)***	-6,749 (-5,444)***
INFLACAO(-1)	3,352 (3,719)***	3,811 (5,72)***	-9,082 (-17,15)***
INVDIRETO(-1)	33,395 (8,395)***	-25,689 (-8,737)***	20,831 (9,313)***
TRIBUTOS(-1)	168,036 (9,894)***	-77,217 (-6,151)***	109,266 (10,589)***

Diagnósticos

Observações	234	234	169
R-Quadrado	0,629	0,551	0,957
R-Quadrado Ajustado	0,621	0,541	0,956
<i>F-statistic</i>	77,329	55,915	723,376
Prob(<i>F-statistic</i>)	0,000	0,000	0,000

Observação: *t-statistics* em parênteses ()

*** significante a 1%

** significante a 5%

* significante a 10%

Tabela 12 – Resultado do Modelo 2 - México

México			
	CAPMERC	CREDITO	GIROATIVOS
LOG(PIB(-1))	-1,052 (-2,704)***	1,261 (6,067)***	3,092 (15,551)***
EXPORT(-1)	-1,461 (-3,59)***	-0,831 (-3,823)***	2,545 (12,24)***
IMPORT(-1)	1,768 (3,411)***	0,453 (1,637)	-3,525 (-13,309)***
INFLACAO(-1)	-0,091 (-2,593)**	-0,078 (-4,177)***	-0,159 (-8,889)***
INVDIRETO(-1)	-5,48 (-6,691)***	-1,641 (-3,75)***	-1,711 (-4,088)***
TRIBUTOS(-1)	7,099 (5,859)***	0,333 (0,514)	-1,29 (-2,083)**

Diagnósticos

Observações	234	234	234
R-Quadrado	0,366	0,497	0,646
R-Quadrado Ajustado	0,352	0,486	0,638
<i>F-statistic</i>	26,289	45,125	83,124
Prob(<i>F-statistic</i>)	0,000	0,000	0,000

Observação: *t-statistics* em parênteses ()

*** significante a 1%

** significante a 5%

* significante a 10%

Tabela 13 – Resultado do Modelo 2 - Rússia

Rússia			
	CAPMERC	CREDITO	GIROATIVOS
LOG(PIB(-1))	-7,511 (-7,211)***	-0,956 (-7,606)***	-2,505 (-2,942)***
EXPORT(-1)	-2,163 (-9,189)***	-0,371 (-13,075)***	0,781 (4,28)***
IMPORT(-1)	4,771 (4,641)***	0,698 (5,626)***	-1,486 (-1,74)*
INFLACAO(-1)	0,006 (0,443)	0 (0,195)	0,22 (9,116)***
INDIRETO(-1)	-7,665 (-6,682)***	0,29 (2,093)**	-2,346 (-2,399)**
TRIBUTOS(-1)	20,432 (18,814)***	3,645 (27,819)***	9,786 (10,38)***

Diagnósticos

Observações	156	156	130
R-Quadrado	0,883	0,970	0,859
R-Quadrado Ajustado	0,880	0,969	0,853
<i>F-statistic</i>	227,358	980,257	150,625
Prob(<i>F-statistic</i>)	0,000	0,000	0,000

Observação: *t-statistics* em parênteses ()

*** significante a 1%

** significante a 5%

* significante a 10%

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)