



**FEUC**

Faculdade de Economia

Universidade de Coimbra

MESTRADO EM ECONOMIA

Área de especialização: Economia Financeira

**Sistema Financeiro e Caracterização Económica de  
Pequena Economia Insular  
Cabo Verde, Determinantes Financeiros do Investimento**

João António Furtado Brito

Coimbra, 2009

**Universidade de Coimbra**

**Faculdade de Economia**

MESTRADO EM ECONOMIA

Área de especialização: Economia Financeira

**Sistema Financeiro e Caracterização Económica de  
Pequena Economia Insular  
Cabo Verde, Determinantes Financeiros do Investimento**

João António Furtado Brito

Dissertação apresentada na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, para obtenção do grau de Mestre em Economia Financeira, sob a orientação do Professor Catedrático João Alberto Sousa Andrade

Coimbra, 2009

*À minha mãe, Maria*

*Às minhas irmãs, Dilma e Sylvania*

*À minha filha, Daianne*

## **AGRADECIMENTOS**

Quero expressar os meus agradecimentos a todos os professores pelos conhecimentos transmitidos durante este curso, em especial o professor João Sousa Andrade.

À Fundação Tóquio, pela bolsa de estudo SYLFF e por ter me aceite no Programa SYLFF FELLOW.

Ao Ministério da Educação e Ensino Superior de Cabo Verde e ao Instituto Português de Apoio ao Desenvolvimento (IPAD), um especial agradecimento, pelo financiamento deste Mestrado.

A todos os meus colegas e amigos que de uma forma ou outra me apoiaram ao longo da minha vida académica, o meu obrigado.

## RESUMO

O presente trabalho tem por objectivos analisar a economia e o sistema financeiro cabo-verdiano comparando-os com as pesquisas existentes e fazer uma investigação empírica dos indicadores financeiros do investimento.

Para concretização destes objectivos, primeiramente, fizemos a revisão de vários estudos existentes sobre a caracterização económica e sistema financeiro das pequenas economias e a possibilidade do crescimento através do desenvolvimento financeiro. E, depois, analisámos as políticas e perspectivas de evolução da economia e do sistema financeiro cabo-verdiano. No estudo econométrico investigámos o impacto dos indicadores financeiros (passivo líquido, crédito privado e crédito bancário) no investimento, utilizando as variáveis de controlo consideradas como determinantes do investimento em pequenas economias e estimámos quatro modelos diferentes. Fizemos uso do *Vector Error Correction Model* (VECM) para estimar os modelos, aplicado a uma base de dados temporais de 1982 a 2004.

Concluimos, que Cabo Verde tem definido bem as suas políticas rumo à sua transformação num centro financeiro internacional, contudo, existem ainda muitas reformas que deverão ser implementadas para atingir este objectivo. Os resultados econométricos apontaram uma relação positiva entre os indicadores financeiros e o investimento, sendo o passivo líquido o indicador com maior peso na determinação do investimento. As outras variáveis do modelo tiveram o comportamento esperado, para uma pequena economia: taxa de juro e exportação fracamente exógena; efeito negativo da taxa de juro e importação no investimento; e, efeito positivo dos indicadores financeiros, exportação, taxa de crescimento real do produto interno bruto *per capita* e consumo do governo no investimento.

**Classificação do JEL:** E22, C32, C51 e O55.

**Palavras-chave:** Sistema Financeiro, Pequena Economia, Cabo-Verde, Indicadores Financeiros, Investimentos e VECM.

# ABSTRACT

The aims of the present work are analyse the economy and financial system of Cape Verde in comparison to the existent literature as well as to conduct an empirical research on the financial investment indicators.

To accomplish these goals, we, firstly conducted an in-depth literature review based on the characterization of the economic and financial system of the small economies and its potential of growth through financial development. We, then, analysed the policies and projections of the economy and financial system of Cape Verde. In the econometric study we investigated the impact of the financial indicators (liquid liability, private credit and bank credit) on the investment, using as well control variables as determinants of the investment in small economies, by considering four different models. We use the Vector Error Correction Model (VECM) to estimate the models, applied to time series data ranging from 1982 to 2004.

The findings allowed us to conclude that Cape Verde has well defined its policies toward its transformation an international financial center, however, still exist many reforms that should be implement in order to fulfill this propose. The econometric results showed positive relationship between the financial indicators and the investment, observing that the liquid liability is the indicator with the major impact in determining the investment. The other variables of the model had the expected behavior, for small economies, such as weakly exogenous interest rates and exports, negative effects of the interest rate and imports in the investment and positive effects of the financial indicators, export, real growth rate of gross domestic product per capita and government's consumption in the investment.

**JEL Classification:** E22, C32, C51 and O55.

**Key words:** Financial System, Small Economy, Cape Verde, Financial Indicators, Investments and VECM.

# ÍNDICE

AGRADECIMENTOS .....	iv
RESUMO .....	v
ABSTRACT .....	vi
ÍNDICE.....	vii
ÍNDICE DE QUADROS.....	ix
ÍNDICE DE GRÁFICOS .....	ix
1 - INTRODUÇÃO .....	1
1.1 - Apresentação e justificação do tema .....	1
1.2 - Da pergunta de partida à problemática .....	2
1.3 - Objectivo do estudo .....	3
1.4 - Metodologia .....	4
1.5 - Estrutura do relatório .....	5
2 - PRINCIPAIS ABORDAGENS TEÓRICAS .....	6
2.1 - Sistema financeiro.....	6
2.1.1 - Noção e função .....	6
2.1.2 - Caracterização do sector financeiro de uma pequena economia .....	8
2.2 - Pequenos países insulares e sua caracterização económica .....	10
2.2.1 - Conceito.....	11
2.2.2 - Insularidade.....	13
2.2.3 - Caracterização económica .....	15
3 - SISTEMA FINANCEIRO E CRESCIMENTO DE PEQUENA ECONOMIA .....	18
3.1 - Desenvolvimento do sistema financeiro nos pequenos países .....	18
3.2 - Centro Financeiro Internacional.....	21
3.2.1 - Requisitos.....	22
3.2.2 - Custos e benefícios .....	24
3.3 - Integração financeira versus crescimento .....	28
4 - SISTEMA FINANCEIRO CABO-VERDIANO .....	31
4.1 - Caracterização económica.....	31
4.2 - Políticas e perspectivas de evolução económica.....	33
4.2.1 - Políticas.....	33
4.2.1 - Perspectivas de evolução .....	36
4.3 - Evolução do sistema financeiro, grandes marcos .....	38
4.3.1 - Sector bancário .....	38
4.3.2 - Sector dos seguros .....	42

4.3.3 - Sector dos mercados de valores mobiliários .....	45
4.4 - Organização do sistema financeiro .....	46
4.4.1 - Instituições financeiras .....	46
4.4.2 - Mercados de valores mobiliários .....	50
4.4.3 - Autoridades de regulação e controlo.....	51
4.4.4 - Tratamento fiscal .....	52
5 - CABO VERDE COMO CENTRO FINANCEIRO INTERNACIONAL.....	55
5.1 - Situação actual .....	55
5.2 - Cabo Verde versus países vizinhos .....	58
5.3 - Síntese .....	59
6 - DETERMINANTES FINANCEIROS DO INVESTIMENTO EM CABO VERDE .....	61
6.1 - Especificação do modelo e teoria económica das variáveis.....	62
6.1.1 - Definição do modelo.....	62
6.1.2 - Teoria económica das variáveis .....	67
6.2 - Origem dos dados e factos estilizados .....	70
6.3 - Metodologia de estimação e análise dos resultados.....	72
6.3.1 - Identificação da ordem de integração das variáveis.....	72
6.3.2 - Co-integração.....	76
6.3.2.1 - Método de Johansen .....	77
6.3.2.2 - Análise da co-integração.....	79
6.3.3 - Estimação dos modelos e interpretação dos resultados .....	82
6.3.3.1 - Método de estimação .....	82
6.3.3.2 - Teste de diagnóstico aos modelos.....	83
6.3.3.3 - Interpretação dos resultados .....	84
6.3.3.4 - Síntese.....	90
6.3.4 - Função Impulso-Resposta.....	92
7 - CONCLUSÃO .....	97
BIBLIOGRAFIA.....	100
APÊNDICE A - LISTA DOS PEQUENOS PAÍSES.....	111
APÊNDICE C - DEFINIÇÃO E COMPOSIÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	113
APÊNDICE D - DADOS UTILIZADOS.....	115
APÊNDICE E - CO-INTEGRAÇÃO PELO MÉTODO DE <i>JOHANSEN</i> .....	116
APÊNDICE F - ESTIMAÇÃO DOS MODELOS PELO VECM.....	118
ANEXO 1 - PROPOSTA DE REFORMA FINANCEIRA.....	129

## ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 4.1: Principais indicadores económicos.....	32
Quadro 4.2: Previsão dos principais indicadores económicos.....	38
Quadro 4.3: Capital social das instituições financeiras nacionais .....	53
Quadro 4.4: Capital social das IFI's .....	54
Quadro 6.1: Evolução de algumas variáveis .....	71
Quadro 6.2: Testes ADF e KPSS às variáveis.....	75
Quadro 6.3: Testes ADF e KPSS à primeira diferença das variáveis.....	75
Quadro 6.4: Teste de co-integração – modelo 1 .....	80
Quadro 6.5: Teste de co-integração – modelo 4.....	82
Quadro 6.6: Estimação pelo VECM – modelo 1 .....	86
Quadro 6.7: Estimação pelo VECM – modelo 4.....	89

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 4.1: Evolução do activo líquido.....	41
Gráfico 4.2: Evolução da rentabilidade .....	42
Gráfico 4.3: Evolução do crédito.....	42
Gráfico 4.4: Índice de penetração.....	44
Gráfico 4.5: Índice de densidade .....	44
Gráfico 4.6: Evolução da carteira de prémios .....	44
Gráfico 4.7: Evolução do resultado líquido.....	45
Gráfico 5.1: Investimentos (% PIB).....	57
Gráfico 5.2: Crescimento real do PIB (%) .....	58
Gráfico 5.3: Inflação (%).....	59

Gráfico 5.4: Massa monetária (% do PIB) .....	59
Gráfico 6.1: Evolução das variáveis .....	72
Gráfico 6.2: Resposta do investimento ao impulso no passivo líquido.....	93
Gráfico 6.3: Resposta do investimento ao impulso no investimento.....	93
Gráfico 6.4: Resposta do investimento ao impulso na taxa de juro .....	93
Gráfico 6.5: Resposta do investimento ao impulso no investimento.....	95
Gráfico 6.6: Resposta do investimento ao impulso no consumo do governo.....	95
Gráfico 6.7: Resposta do investimento ao impulso no passivo líquido.....	95
Gráfico 6.8: Resposta do investimento ao impulso na exportação.....	96
Gráfico 6.9: Resposta do investimento ao impulso na taxa de juro .....	96
Gráfico 6.10: Resposta do investimento ao impulso na importação .....	96

# 1 - INTRODUÇÃO

Neste primeiro capítulo, vamos descrever o quadro conceptual seguido na elaboração do nosso estudo.

## 1.1 - Apresentação e justificação do tema

O trabalho que nos propomos desenvolver centra-se na caracterização da economia e do sistema financeiro dos pequenos países insulares, onde estudaremos o caso de Cabo Verde e analisaremos empiricamente os determinantes financeiros do investimento.

Um sistema financeiro moderno, sólido, dinâmico e eficaz é fundamental para assegurar satisfatoriamente o crescimento e o desenvolvimento de um país, pois permite:

1. Respeito total à propriedade e aplicação de uma lei justa e racional que assegure a produção;
2. Estabilidade económica que permita crescimento consistente do produto, baixa inflação e acumulação dos saldos positivos da balança de pagamentos, formando assim reservas internacionais;
3. Formação de poupança e acumulação de capitais, provendo assim recursos destinados ao investimento.

*“The World Bank has long recognized that poverty reduction and economic growth depend on effective and strong national financial systems (...). Weak financial systems in developing countries contribute to poverty by providing inadequate access to financial services to individuals and to the small and medium size enterprises that are key to economic growth and empowerment. The Bank contributes to strengthening the*

*financial sector in three ways: by generating and disseminating knowledge, by providing country diagnostic services, and through lending and technical assistance.”<sup>1</sup>*

Segundo Hey (2003), os serviços financeiros são consumidos pela quase totalidade dos indivíduos e organizações, determinam o preço dos fundos e moedas estrangeiras e o valor financeiro das acções, além disso, influenciam a estabilidade na actividade económica e a alocação de recursos dentro da economia. Pelo exposto, constatamos a relevância do sistema financeiro no impulsionamento económico.

Por outro lado, sendo Cabo Verde um país insular com pretensões de internacionalizar a praça financeira, torna-se pertinente fazer um estudo nesta área de modo a ter um conhecimento do seu sistema financeiro, comparando-o com os estudos existentes, e propor algumas políticas que possam contribuir para o sucesso desta dinamização. Este estudo também constituirá uma mais-valia para o seguimento do objectivo profissional de uma carreira no domínio financeiro.

Porém, devido à insuficiência de dados para fazer um estudo econométrico do efeito do desenvolvimento do sistema financeiro no impulsionamento da economia cabo-verdiana, optámos por analisar os determinantes financeiros do investimento, que no nosso entender, é o domínio que está mais próximo da relação entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico, tendo em conta os dados numéricos conseguidos.

A área financeira mostra ser rica de saberes teóricos e de aplicações práticas onde há muito a investigar.

## **1.2 - Da pergunta de partida à problemática**

As nossas perguntas de partida são: *“Quais as políticas e requisitos para desenvolvimento e internacionalização de um centro financeiro de uma pequena economia insular? Cabo Verde estará no caminho certo? Qual o determinante financeiro do investimento em Cabo Verde?”*.

---

<sup>1</sup>Banco Mundial, Relatório Anual, 2004, pg 76.

Considerando que alguns estudos existentes, como Essayyad (1989), Ndikumana (2000) e Dehn (2000), estabeleceram as exigências de um centro financeiro internacional e também encontraram uma relação positiva entre o desenvolvimento financeiro e o investimento nos pequenos países e por outro lado, atendendo o objectivo de internacionalização da praça financeira cabo-verdiana, esta investigação demonstra ser oportuna. Pois, é preciso analisar se as políticas financeiras existentes em Cabo Verde são adequadas a uma pequena economia que ambiciona a sua transformação numa praça financeira internacional e também verificar se os indicadores financeiros exercem influência significativa no impulsionamento do investimento e qual é o mais forte, tendo em conta que, o investimento determina a acumulação da capacidade produtiva, e portanto o caminho de crescimento da economia.

### **1.3 - Objectivo do estudo**

Este trabalho tem como objectivo central responder às perguntas de partida. Como objectivos parcelares destacamos:

- Sistematizar conhecimentos que visem especificamente as economias insulares e respectivos sistemas financeiros, e também a influência do desenvolvimento financeiro no crescimento económico, com base em obras dedicadas expressamente a esta realidade;
- Fazer um levantamento da situação económica e do sistema financeiro cabo-verdiano e também das perspectivas de evolução;
- Realizar uma análise econométrica do efeito do desenvolvimento financeiro no investimento em Cabo Verde, com uso, alternado, de três indicadores: passivo líquido, crédito privado e crédito bancário.

## 1.4 - Metodologia

Para a concretização deste estudo adoptámos a metodologia seguinte:

- Elaboração de um plano com a estrutura do trabalho e com base nele iniciámos recolha de dados bibliográficos em livros, revistas especializadas, artigos nos jornais, *Papers*, Internet e outras publicações relacionadas com o assunto, com o objectivo de identificar do ponto de vista da teoria económica moderna, algumas técnicas/teorias relacionadas com a economia e o sistema financeiro de um pequeno país insular;
- Pesquisa de campo em Cabo Verde (Banco Central, Instituto Nacional das Estatísticas, Ministérios afins e em outras instituições financeiras nacionais e estrangeiras) para recolha de dados nos relatórios, boletins, balanços e outros documentos publicados sobre a matéria em estudo. Consulta de algumas bibliografias em Londres na *London School of Economics and Political Science*;
- No estudo empírico, começámos por verificar a ordem de integração das variáveis, uma vez que os nossos modelos envolvem séries temporais, usando para o efeito o teste ADF e KPSS disponível no programa RATS. Posteriormente, e de acordo com cada modelo proposto, testámos a co-integração entre as variáveis pelo método de *Johansen*, utilizando o programa *Gretl*. Usámos o VECM para estimar os nossos modelos, e com base nos testes LM, ARCH, BIC e AIC, seleccionámos os modelos mais informativos e satisfatórios. Por fim interpretámos os resultados obtidos à luz da teoria económica.

À medida que fomos reflectindo sobre os assuntos, ensaiámos o texto do relatório que desta forma foi sendo construído por aproximações sucessivas. Para a organização e formatação do trabalho, citações e apresentação das referências bibliográficas, seguimos Estrela, et al. (2006) e algumas das normas estabelecidas para a revista “Notas Económicas”.

## 1.5 - Estrutura do relatório

O nosso trabalho assume a seguinte estrutura:

- A **introdução** está dividida em cinco sub-capítulos: apresentação e justificação do tema, definição das perguntas de partida e da problemática que servem de base a este trabalho, objectivos pretendidos, metodologia usada e a estrutura;
- No **segundo capítulo** encontram-se as principais abordagens teóricas do sistema financeiro e da caracterização de uma pequena economia insular;
- No **terceiro capítulo** temos a relação entre o sistema financeiro e o crescimento económico na óptica de alguns autores;
- O **quarto capítulo** é dedicado a Cabo Verde, falámos sobre a caracterização macroeconómica, as políticas e perspectivas de evolução económica e do sistema financeiro, os grandes marcos, a caracterização e a organização do sistema financeiro;
- No **quinto capítulo** é analisada a possibilidade de transformar Cabo Verde num centro financeiro internacional, tendo por base as teorias referenciadas nos capítulos anteriores;
- No **sexto capítulo**, fizemos algumas abordagens teóricas do investimento e da sua determinação na economia subdesenvolvida. Verificámos a ordem de integração das variáveis pelos testes ADF e KPSS. Testámos a co-integração entre as variáveis pelo método de *Johansen*. Usámos modelo VECM para estudar o impacto/influência dos indicadores financeiros (passivo líquido, crédito bancário e crédito privado) no investimento cabo-verdiano. Interpretámos os resultados obtidos pela estimação e analisámos a função impulso-resposta;
- O **sétimo** capítulo é reservado à conclusão final do estudo, onde respondemos às perguntas de partida.

## 2 - PRINCIPAIS ABORDAGENS TEÓRICAS

Para um melhor enquadramento do nosso tema, apresentamos alguns conceitos e funções do sistema financeiro e a caracterização de uma economia insular no geral, na óptica de vários autores.

### 2.1 - Sistema financeiro

#### 2.1.1 - Noção e função

“A expressão **sistema financeira** tem duplo sentido: objectivamente é o conjunto de normas, institutos e mecanismos jurídicos que regulam a actividade financeira em geral; subjectivamente significa o conjunto de instituições, empresas e organizações com intervenção directa na actividade financeira”<sup>2</sup>.

Já Cargill (1986) defende que o sistema financeiro não existe num espaço geográfico delimitado ou como uma instituição com um endereço. Mas antes, o sistema financeiro é constituído por um grupo de instituições dedicadas a proporcionar condições para o estabelecimento de um fluxo de recursos entre os que concedem e os que solicitam empréstimos.

Julgamos que a seguinte definição é esclarecedora: *“An economy's financial system exists to organize the settlement of payments, to raise and allocate finance, and to manage the risks associated with financing and exchange. A developed financial system is one that has a secure and efficient payment system, security markets and financial*

---

<sup>2</sup> José Henriques Pereira Jerónimo, 8º encontro de Juristas Bancários de Expressão Oficial Portuguesa.

*intermediaries that arrange financing, and derivative markets and financial institutions that provide access to risk management instruments.(...) The financing process requires the comprehensive disclosure of relevant information to allow investors and other suppliers of funds to assess the risks and expected returns associated with the proposed use of funds”<sup>3</sup>.*

Classicamente o sistema financeiro integra três subsectores: bancário, segurador e dos intermediários de valores mobiliários. No sector bancário, encontramos bancos, instituições financeiras internacionais, instituições parabancárias (agências de câmbios, sociedades de gestão financeira, sociedades de capital de risco, etc.) e autoridades monetárias. As companhias de seguros e resseguros fazem parte do sector segurador. No sector dos intermediários de valores mobiliários temos bolsas de valores, de mercadorias e de futuros e opções.

Segundo Levine (2002) podemos identificar dois tipos de sistemas financeiros: aqueles fundamentados no sistema bancário (temos como exemplo Alemanha e Japão), segundo o qual, os bancos são os maiores impulsionadores dos níveis globais de desenvolvimento financeiro; e, os baseados no sistema dos mercados de capitais (temos como exemplo EUA e Reino Unido) que, por sua vez, atribui o maior peso aos mercados.

Rousseau e Sylla (2001) consideram que um bom sistema financeiro tem cinco componentes essenciais: (1) finanças públicas sólidas, incluindo a gestão da dívida pública; (2) regime monetário estável; (3) uma variedade de bancos, alguns com orientações domésticas, outros com orientações internacionais e alguns com as duas; (4) um Banco Central que contribua para estabilizar as finanças domésticas e gerir as relações financeiras internacionais; e, (5) o bom funcionamento dos mercados de valores mobiliários.

---

<sup>3</sup> <http://encyclopedia.thefreedictionary.com/Financial+system>

O sistema financeiro exerce duas **funções** essenciais na economia:

- *Mecanismo de intermediação financeira* é a função mais conhecida e exercida pelos mercados financeiros. A intermediação é feita quer no interior de uma economia, quer entre esta e o exterior, através de transferência de fundos e liquidação de transacções – sistema de pagamentos. Esta transferência ocorre directamente através do dinheiro e mercados de capital e indirectamente pelos mercados intermediários via instituições financeiras;
- *Mecanismo transmissor dos impulsos gerados pela manipulação dos instrumentos utilizados pelas políticas monetárias*, esta função tem recebido tradicionalmente menos importância, apesar de condicionar fortemente a própria eficiência das políticas de controlo da conjuntura económica. A eficiência desta função, depende da forma como os impulsos estabilizadores gerados pela manipulação dos instrumentos de políticas de controlo, chegam aos seus destinatários finais.

A maior ou menor eficiência com que um sistema financeiro exerce as suas funções de intermediação, depende da capacidade deste para oferecer os instrumentos adequados às necessidades dos investidores (risco/rendibilidade), quando estes procuram aplicações para as suas poupanças ou excedentes de tesouraria. A função de transmissão de impulsos, por sua vez, depende de vários factores, que vão desde a maior ou menor segmentação e/ou grau de cartelização dos diferentes mercados, até ao sistema de indexação de taxas de juro, passando pela natureza dos instrumentos utilizados nas políticas de controlo conjuntural.

### **2.1.2 - Caracterização do sector financeiro de uma pequena economia**

Briguglio et al. (2006) e Jayaraman (2006) defendem para os pequenos países um processo de liberalização financeira atendendo às condições de imperfeição do mercado existente e uma supervisão do Banco Central de acordo com a realidade vigente.

Estes autores sustentam várias características do sector financeiro de uma pequena economia, de entre as quais destacamos:

- Mercados financeiros sensíveis, superficiais e com pouca segurança e na maioria dominados por obrigações do governo e contas de tesouraria, onde os participantes normalmente resumem-se a dois ou três bancos estrangeiros, algumas empresas públicas e fundos de previdência social com elevados capitais públicos;
- Taxas de juro elevadas, apesar de livres do controlo governamental e de outras restrições nas instituições financeiras (como empréstimos directos do governo aos sectores prioritários);
- Tendência para *spread* relativamente alto entre a taxa do empréstimo e do depósito, o que reflecte a imperfeição do mercado. Esta imperfeição tem sido observada como inibidora do investimento do sector privado, afectando o desenvolvimento financeiro;
- Presença de condições de oligopólio devido ao reduzido número de bancos, constituindo uma das causas do *spread* elevado das taxas de juro. Por outro lado, este *spread* pode também resultar da combinação de outros factores, tais como: as regulações, como activos líquidos mínimos que são tidos pelos bancos comerciais como reservas exigidas pelo governo; ausência de economias de escala nas operações bancárias; fraca força legal dos contratos de dívidas; e, necessidades colaterais;
- Taxa de câmbio fixo ou moedas ligadas a outra, o que mantém um baixo nível de inflação. As pequenas economias optam por este regime, visto que a desvalorização frequente tem fortes efeitos inflacionários nestes países com alto rácio comércio externo/PIB o que provavelmente não encaminhará a um aumento na exportação ou alargamento do mercado externo;
- Cedência de algumas responsabilidades habituais do Estado como a política monetária à instituições supranacionais ou aos outros países, contribuindo assim, para o fortalecimento da competitividade e do esforço governamental em isolar as suas economias da tentação da indisciplina orçamental.

Raadschelders (1992) defende para pequenos países um núcleo de bancos e companhias de seguros sólidos e estáveis, compromissos a longo prazo dos governos em fazer reformas significativas no sector financeiro, implementação de políticas macroeconómicas fiáveis e criação de ferramentas eficientes de regulação e supervisão. A estruturação do sistema financeiro deve ser de modo que as instituições e os mercados não sejam muito sensíveis aos acontecimentos económicos adversos, como a recessão e ou a inflação e adaptável à continua necessidade de mudanças do resultado económico pelo crescimento da economia.

Impavido et *al.* (2002) consideram que os pequenos países são caracterizados por pequenos sectores financeiros, devido a falta de recursos, o que limita o desenvolvimento de infra-estruturas financeiras como sistemas de pagamento, mercados organizados, supervisão e regulação. E, como consequência, os pequenos mercados financeiros são geralmente incompletos, mal regulamentados, ineficientes, propensos a falta de concorrência e concentração na prestação de serviços e caracterizados por custos de transacção relativamente elevados. Mas, por outro lado, a abertura comercial existente nos pequenos países pode compensar o subdesenvolvimento do sector real e a liberalização financeira, por sua vez, pode possibilitar a economia de escala e outras oportunidades tais como abertura da conta de capital, credibilidade da política macroeconómica, estabelecimento de um regime de câmbio que facilite a integração internacional e mercado doméstico organizado.

## **2.2 - Pequenos países insulares e sua caracterização económica**

O interesse pelos pequenos países surgiu durante o período da descolonização massiva (1960). Um dos primeiros volumes com referência aos pequenos países foi, “*Problems of Smaller Territories*” editado por Burton Benedict (1967), resultado de um seminário de graduação na Universidade de Londres, (Lockhart, 1993).

### 2.2.1 - Conceito

Não existe um consenso quanto à população para definir um pequeno país. O Banco Mundial<sup>4</sup>, na abordagem do conceito dos pequenos países utiliza o sugerido pela *Commonwealth Secretariat* (definido no relatório “*A Future for Small States: Overcoming Vulnerability*”, publicado em 1997), que considera o limite de 1,5 milhões de pessoas para pequeno país, contudo inclui alguns países tais como: Jamaica, Lesoto, Namíbia e Papua Nova Guiné, com um número superior de habitantes, mas que partilham as mesmas características que os pequenos. A razão da escolha do limite de 1,5 milhões não é completamente clara.

Utilizando este limite encontramos 45 pequenos países (ver Apêndice A), perfazendo um total de 20 milhões de pessoas, menos que 0,4% do total da população dos países desenvolvidos. Temos desde micro-estados, como Nauru, Palau, Ilhas Cook (com pouco mais de 20.000 habitantes cada), até Botsuana, Gabão, Gâmbia, Guiné-Bissau (com mais de 1 milhão de pessoas cada).

Alguns estudos pioneiros sobre pequenos países, realizados no período pós-guerra, consideraram uma base maior, entre 10 e 15 milhões de pessoas, para definir pequenos países, como o realizado por Vital (1967). Em outros trabalhos mais recentes, o limite foi de 3 milhões (Armstrong e Read, 1998) e 5 milhões (Wint, 2003).

Ólafsson (1998) considera difícil encontrar uma definição que abranja todas as características dos pequenos países em geral. Pondera então a dimensão da população, da área, do produto interno bruto (PIB) e a possibilidade do uso de uma medida conjunta destas três dimensões, para a caracterização de pequenos países, assim temos:

#### a) População

População é a mais importante medida de dimensão. O tamanho da população tem muitas consequências óbvias para o processo e estrutura social. Primeiro, determina a extensão do mercado interno; segundo, estabelece a possível divisão interna da força de

---

<sup>4</sup> <http://web.worldbank.org/>

trabalho e do grau de especialização; terceiro, dimensiona os recursos humanos de um país. A dimensão da população não é necessariamente estável, mas mudanças significativas em curtos períodos de tempo são improváveis, a não ser que aconteçam severas alterações políticas que possam dividir o país ou catástrofes naturais de grande escala, que possam reduzir significativamente o número da população, daí ser uma das medidas mais usadas.

#### b) Área

A segunda medida de dimensão mais usual é a escala geográfica ou área. Lloyd e Sundrum (1982) consideram a área cultivável ou habitável como o indicador mais pertinente da dimensão geográfica do que a área total, mas isto não resolve todos os problemas, pois actualmente novos recursos ou progressos tecnológicos podem transformar terrenos inférteis em férteis, dificultando o uso desta variável como classificador da dimensão de um país. Apesar de a dimensão geográfica ter consequências importantes para o estatuto económico e político, grandes áreas não implicam grandes populações, exemplo disso é o caso da Gronelândia.

#### c) Produto Interno Bruto

O Produto Interno Bruto (PIB) é o indicador de dimensão do mercado interno. Na utilização do PIB como medida de dimensão temos de ter em atenção até que ponto este pode variar, uma vez que um crescimento económico rápido baseado na descoberta de depósitos de petróleo, por exemplo, pode mudar a posição relativa de um país num curto período de tempo. Outro problema relacionado com o PIB é o facto do grau de desenvolvimento económico ser o maior indicador desta dimensão, sendo assim a classificação dos países com base no PIB será instável.

#### d) Medida de dimensão compósita

Após a discussão das várias medidas de dimensão, Ólafsson (1998) chegou à conclusão que não existe uma relação directa entre a dimensão da população e as outras medidas de dimensão. Jalan (1982) construiu um indicador de dimensão composto a partir de 111 países, em 1977, onde foi atribuído igual peso ao PIB, área e população, independentemente da dimensão dos países. Usando os valores deste indicador, para os

pequenos países, sugere: população inferior a 5 milhões, área de até 25.000 Km<sup>2</sup> e PIB de até US\$3 bilhões.

Ólafsson (1998) constatou que existem inúmeras dificuldades quando são usadas as três diferentes variáveis para criar um indicador de dimensão, sendo assim, não há razão para acreditar que adicionando as variáveis, reduzir-se-á o problema ligado com o uso de cada uma delas isoladamente.

É claro que definir pequenos países não tem sido fácil, e mesmo depois do estabelecimento de uma definição, as pesquisas parecem incertas quanto à sua validade. Constatamos que a maioria dos estudos têm usado indicadores específicos, porém população tem sido o mais comum. Salvo algumas exceções, a maioria dos autores utiliza o limite de 1,5 milhões de pessoas para a caracterização de pequenos países.

### **2.2.2 - Insularidade**

Existem algumas variáveis da geografia física que potencialmente podem ter impacto na performance dos pequenos países, sendo uma delas a insularidade.

A insularidade provoca aumento dos custos no transporte das importações e exportações. Além deste problema também temos:

- A insularidade combinada com a pequena dimensão dos mercados pode levar a que a economia de escala nos transportes seja impossível de realizar;
- Os países ilhas muitas vezes enfrentam problemas adicionais relacionados com insegurança no transporte, zonas de difícil acesso e seguros elevados;
- Normalmente há custos adicionais causados pelo assimétrico fluxo das cargas entre as ilhas;
- A maioria dos países ilhas tem uma forte ou total dependência do frete marítimo ou aéreo ligado aos grandes países vizinhos, o que aumenta o custo de acesso aos mercados de exportação;
- Os países ilhas muitas vezes não usufruem da economia de escala nas cargas e rotas que têm mais do que uma origem ou destino portuário e aeroportuário;

- A insularidade em conjunto com o reduzido tamanho pode conduzir a condições de monopólio em alguns sectores da economia, como: retalho e vendas a grosso, electricidade e outras utilidades, além do monopólio nos transportes, o que irá aumentar o custo das transacções e o preço do consumidor local.

No relatório da *Commonwealth Secretariat* (2000), encontramos algumas características partilhadas pelos pequenos países insulares, que podem constituir barreiras ao crescimento, tais como:

a) Susceptibilidade aos desastres naturais e alterações climáticas

Os pequenos países insulares situam-se em regiões frequentemente afectadas por desastres climáticas, provocando grandes ameaças aos investimentos realizados e por realizar.

b) Diversificação limitada

Os poucos recursos existentes e um mercado doméstico pequeno levam a que a produção e a exportação sejam pouco diversificadas e expressivas.

c) Pobreza

O nível da pobreza e da distribuição desigual do rendimento, tendem a ser maiores nos pequenos países insulares do que nos outros.

d) Difícil acesso ao capital externo

As pequenas economias são vistas como as de maiores riscos, pelo que o acesso ao capital é mais limitado.

e) Capacidade institucional limitada

Os pequenos países são caracterizados por fraca capacidade tanto no sector público, como no sector privado, que carecem da capacidade competitiva para fazer face aos desafios e oportunidades da globalização.

Contudo, nos vários estudos efectuados usando diferentes modelos, a variável “Ilha” teve sempre insignificância estatística no desempenho económico, ou seja, a insularidade não pode ser vista sistematicamente como uma barreira para os pequenos países, e além disso, talvez em algumas circunstâncias actualmente possa constituir uma vantagem. Pois, a inviabilidade da política de industrialização para a substituição da importação, tem permitido a muitos pequenos países ilhas evitar os efeitos de estultificação das políticas económicas e proteccionistas de países centristas, que tem afectado o desenvolvimento de muitos, no período pós-guerra. Também, a abertura mais cedo de alguns pequenos países, permitiu-lhes usufruírem dos benefícios da globalização mais rapidamente e em maior grau do que alguns grandes países (Armstrong e Read, 2006).

Ser pequeno e uma ilha pode conferir outros benefícios, tais como tirar vantagem na “importância de ser sem importância”, por exemplo desenvolvendo flexibilidades no sistema de regulação financeira, comercial e ambiental, o que atrai muitos negócios *offshore*. Ser “sem importância”, pode também trazer negócios favoráveis e acessos a mercados e muitas vezes permite aos pequenos países operar com reduzido ou zero orçamentos de defesa. A possibilidade das ilhas terem taxas liberais pode atrair investidores ricos e existe ainda a facilidade de estabelecer coesão social, pois existe bom relacionamento de trabalho entre os cidadãos, empresas e governantes devido à reduzida população e um estreito laço de relações pessoais.

Assim, constatámos que apesar das barreiras que os pequenos países insulares enfrentam, também possuem algumas características específicas que podem constituir vantagens caso sejam bem exploradas.

### **2.2.3 - Caracterização económica**

Os pequenos países apresentam características económicas particulares, Briguglio et al (2006) definem as seguintes: alto grau de abertura económica, limitada possibilidade de diversificação, dependência de uma cadeia restrita de exportações, inabilidade de influenciar os preços internacionais, diminuta capacidade de explorar a economia de

escala, falta de recursos naturais, níveis elevados de importação, política de competição doméstica limitada e para os casos dos países Ilhas, alto custo de transporte internacional e incertezas no abastecimento das indústrias devido à insularidade e distância. A pequena dimensão pode levar também, a problemas relacionados com a administração pública, pois o funcionamento de muitos governos tende a ter um custo *per capita* elevado, quando comparado com o reduzido número de pessoas, visto que, certas despesas não são divididas em proporção da população.

Wint (2003) faz referência às vantagens e desvantagens das pequenas economias. Como **desvantagens**, identifica basicamente as características referenciadas por Briguglio no parágrafo precedente, além destas, acrescenta a limitação na definição de políticas macroeconómicas, que é agravada pela pressão sobre os administradores para uma multifuncionalidade ineficiente. Por outro lado os pequenos países, que são também países cidades beneficiam de **vantagens**, como: a ausência da travagem de crescimento das zonas rurais distantes, a habilidade de adaptar às mudanças e grande flexibilidade na administração. A vantagem competitiva fundamental da pequena economia é a habilidade de ser hospitaleira para o Mundo, mas simultaneamente tirar partido da sua dimensão, sendo versátil. As pequenas economias não precisam de integrar com o Mundo, mas se escolherem o caminho mais arriscado, integrando-se, deverão eleger com precisão e cuidado o nicho de mercado.

Apesar das suas características económicas, pequenos países, não devem ser sempre associados ao fraco desenvolvimento económico. Na verdade, um estudo efectuado por Easterly e Kraay (1999) para o Banco Mundial, demonstrou que mesmo quando afectados por vários factores, os pequenos países têm geralmente em comparação com os grandes países níveis superiores de renda e produtividade. As razões para esta contrariedade são várias, pois algumas das desvantagens do desenvolvimento descrito, são contrabalançadas pela combinação de muitas outras variáveis, como: alto grau de coesão social, pequeno sector agrícola, alto nível de ajuda externa por pessoas e alto rácio do comércio externo pelo PIB (é considerado ser especialmente importante).

Easterly e Kraay (1999) das estimações feitas, constataram que os pequenos países têm uma média do rácio do comércio pelo PIB aproximadamente 54% mais alto e volátil do que à média dos grandes países. As razões desta vulnerabilidade não são apenas devido ao alto rácio do comércio externo pelo PIB, mas também consequência da situação particular dos pequenos países estarem inseridos no sistema global de comercialização. Os pequenos estados dificilmente – se não nunca – dominam a produção de uma mercadoria, pelo que, raramente estão em posição de determinar os preços internacionais.

A exígua perspectiva da política económica dos pequenos países, não se deve essencialmente à falta de oportunidades do desenvolvimento, mas antes pela dependência acima da média e à vulnerabilidade das mudanças no vasto ambiente político e económico global, (Briguglio, 1995).

## **3 - SISTEMA FINANCEIRO E CRESCIMENTO DE PEQUENA ECONOMIA**

Segundo Ormazábal (1998) os primeiros autores a relacionar o desenvolvimento financeiro e o crescimento e desenvolvimento económico foram, Gurley e Shaw (1960), Tobin (1965) e Gldsmith (1969). Mas tarde, outros investigadores como Levine (1997; 2004) e Khan (1999), também ponderaram sobre este assunto. Todos eles encontraram uma relação positiva entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico, apesar de terem partidos de pressupostos diferentes.

### **3.1 - Desenvolvimento do sistema financeiro nos pequenos países**

Alguns autores como Jayaraman (1998; 2006) e Briguglio et *al.* (2006) propuseram algumas áreas como sendo importantes para o impulsionamento do sistema financeiro e redução da instabilidade económica nos pequenos países:

#### **a) Liberalização financeira**

O Banco Central deve ter total autonomia para recorrer ao crescente uso dos instrumentos indirectos, permitindo a determinação das taxas de juro de curto prazo no mercado. A liberalização do sector financeiro permaneceria incompleta sem a eventual retirada dos controlos de câmbio e liberalização da conta de capital, mas, devemos considerar que uma abertura prematura do mercado ao estrangeiro, sem o fortalecimento da regulação financeira, pode expor os pequenos países a crises financeiras. A total

liberalização da conta de capital requer uma balança de pagamentos estável, permitindo que a sustentabilidade do défice da conta corrente seja eventualmente uma ponte de influxos de capital e um seguimento das políticas orçamentais. Caso contrário, haverá um défice insustentável, levando a um financiamento inflacionário pela acumulação de grandes dívidas e à deterioração no ambiente financeiro, conduzida pela retirada de fundos por parte dos investidores para fora do país.

b) Promoção da competição doméstica

Nas pequenas economias há limitações na competição doméstica, porque muitas vezes o mercado não suporta grande número de empresas produzindo produtos similares, o que gera tendência para uma estrutura de monopólio e/ou oligopólio. Apesar destes constrangimentos é importante que os pequenos países defendam leis e políticas de competição de modo a reduzir o abuso das empresas dominantes e forçar o uso eficiente dos recursos. Muitos governos já concluíram que a competição doméstica leva ao melhoramento na competitividade internacional.

c) Promoção da competitividade internacional

São sugeridas as seguintes acções para aumentar a competitividade e produtividade internacional, a **curto prazo**: aumento na qualidade dos serviços prestados e melhoria na gestão das despesas públicas, cumprimento dos acordos legais e contratuais já executados, reformas legislativas e regulação do salário mínimo, e o cancelamento dos trabalhos permitidos sem o devido cumprimento das leis e procedimentos; e, a **médio e longo prazo**: aumento do investimento no ensino primário e secundário (através da capacitação dos professores, construção de escolas e dormitórios), regulação e supervisão de monopólios privados e de serviços públicos, redução dos custos de operação das empresas públicas e melhoria na cobertura dos serviços básicos.

d) Encorajar o investimento directo estrangeiro

O Investimento Directo Estrangeiro (IDE) é visto como um substituto às inadequadas poupanças domésticas, para elevar o nível decrescente dos investimentos na economia dos pequenos países. Podemos identificar três componentes que o governo deve ter em conta para encorajar o investimento doméstico e atrair IDE: estabilidade política e

macroeconómica, infra-estruturas físicas e sociais adequadas, e eficiente apoio às instituições para forçar o cumprimento das obrigações contratuais e das Leis. Alguns pequenos países têm introduzido reformas para atrair o IDE, como: desregular o sector financeiro, estabelecer um código de investimento e implementar uma agência no governo separada para processamento rápido das propostas do IDE.

e) Integração regional

A integração regional ajuda os pequenos estados a fortificar os circuitos financeiros e a desenvolver o mercado monetário, onde normalmente são limitados para uma operação aberta bem sucedida. A integração pode incluir uma moeda regional comum e/ou também restrições adicionais aos Bancos Centrais, de modo a não prosseguirem independentemente políticas de taxa de câmbio ou da moeda. A união monetária permite estabilidade macroeconómica, incentiva o investimento directo estrangeiro e aumenta a confiança no sistema monetário. Um outro ganho é o facto de um Banco Central comum estar melhor posicionado, com recursos humanos qualificados e técnicas para desenvolver capacidades institucionais ao aconselhamento dos membros do governo e autoridades fiscais e a coordenação da política monetária e fiscal.

f) Reforma do mercado

O melhor caminho para uma distribuição de recursos na economia é a eficiente operação no mercado usando os mecanismos de preços. Se os mercados se ajustarem rapidamente, então os efeitos dos choques podem ser absorvidos facilmente e os ajustes efectuados prontamente. Mas, se o desequilíbrio do mercado tende a ser persistente, então os recursos não serão eficientemente repartidos na economia, resultando elevados custos, por exemplo, em fluxos de capital para o exterior, recursos mal empregues e faltas de mercadorias. Jayaraman (2006) identifica como elemento chave da reforma nos mercados, o aumento da participação privada na actividade económica e a redução da profundidade e alcance da participação do governo.

Todavia, as políticas de promoção da estabilidade macroeconómica são as de maior importância para construir o ambiente financeiro mais propício e fazer face aos choques externos. A eficácia financeira, porém não depende apenas dos factores económicos,

mas também de variáveis sociais e políticas, como por exemplo a coesão social e a boa governação:

a) Boa governação

A boa governação requer que as prioridades políticas, sociais e económicas sejam baseadas no largo consenso da sociedade e que as vozes dos mais pobres e vulneráveis sejam ouvidas nas decisões tomadas ao longo da distribuição dos recursos. Isto incluiu essencialmente, responsabilidade política, transparência burocrática, eficiência e eficácia na gestão do sector público, desenvolvimento participativo, promoção e protecção dos direitos humanos e independência judicial. A boa governação afecta positivamente a alocação e o uso dos recursos e aumenta a confiança dos investidores.

b) Coesão social

O desenvolvimento social implica criação de emprego, redução da pobreza, aumento do nível de riqueza e uso de modo sustentável dos recursos naturais, que são importantes para o desenvolvimento financeiro. Com a implementação de apropriadas políticas, programas e planos institucionais de desenvolvimento social, haverá um fortalecimento da coesão social e por conseguinte maior impulsionamento do sector financeiro. É muitas vezes observado que os pequenos países, como Luxemburgo e Islândia, têm maior coesão social e a habilidade de usufruir dos benefícios da globalização mais rapidamente e em maior grau do que alguns países de grande dimensão.

## **3.2 - Centro Financeiro Internacional**

Apesar das muitas tentativas entre os investigadores, não existe um consenso sobre a terminologia a usar para definir um Centro Financeiro Internacional – CFI. Pois, têm sido usadas várias, como Centro Financeiro *Offshore* – CFO, Centro Bancário Internacional – CBI, Facilidades Bancárias Internacionais – FBI’s, e alguns críticos optam pela expressão “Paraíso Fiscal”. O Fundo Monetário Internacional (FMI) utiliza a designação de Centro Financeiro Internacional para os grandes centros, como Londres, Nova York e Tóquio, que são sustentados por grandes economias domésticas,

para diferenciar dos pequenos centros, designados Centros Financeiros *Offshore*, como Ilhas Caimão e Ilhas Seychelles, que são suportados por pequenos países, com pequenos sectores financeiros domésticos.

Optámos pela designação Centro Financeiro Internacional, que é a usada pela maioria dos pequenos países (nosso objecto de estudo) e alguns autores como Essayyad (1989) e Goldberg et al. (1989). Apresentamos dois grupos de definições para os CFI:

- A definição conceptual, pela qual, os CFI correspondem aos países ou jurisdições que providenciam serviços financeiros aos não residentes à uma escala muito superior a dimensão e o financiamento da economia doméstica e por outro lado, possuem um ambiente regulador favorável e os impostos são baixos ou nulos;
- A definição estatística (proposta pelo FMI, em 2002), segundo a qual, os CFI/CFO correspondem às jurisdições onde a posição do activo no investimento internacional, considerando como residentes todas as entidades com domicílio legal neste jurisdição, é igual ou superior a 50% do PIB, em termos absolutos mais do que 1 bilhão de dólares americano.

### **3.2.1 - Requisitos**

Essayyad (1989) considera um dos maiores requisitos para ampliação de um Centro Financeiro, a existência de instituições financeiras eficientes com vontade genuína em desenvolver um mercado monetário interbancário conducente a avaliações adequadas do risco. Para além deste autor, outros como Goldberg et al. (1989) e Essayyad et al. (1989) identificam outros requisitos, tais como:

- a) Existência de infra-estrutura financeira desenvolvida e sólida

É necessária uma rede de comunicação sofisticada e de transportes aéreos activos com voos frequentes para ligar o CFI a outros CFI's, e peritos locais em serviços bancários internacionais, finanças, contabilidade e leis de negócios financeiros. Nos países onde há domínio de bancos e companhias de seguros públicos financeiramente insolventes e operacionalmente inepto, são improváveis os sucessos nos programas de reformas. Os

bancos precisam inspirar a confiança de que vão colectar e transferir fundos aos proprietários legítimos, enquanto companhias de seguros, precisam de oferecer apólice de seguros básicos necessários para programas de reformas prósperas.

b) Estabilidade política, económica e da moeda

A estabilidade política e económica determina a praticabilidade da implementação e desenvolvimento de um CFI próspero. O dinheiro é usado como meio de troca, definidor de valores e um padrão de pagamento deferido. Todas estas funções serão prejudicadas se o dinheiro flutuar e depreciar de modo imprevisível. Os investidores multinacionais têm receio em abrir sucursais nos países que apresentam instabilidade política, económica e monetária.

c) Vantagem do fuso horário

A localização de CFI num fuso horário que permita a realização de um número mínimo de contactos diurnos para estabelecer transacções financeiras com outros centros existentes, é importante para o seu sucesso.

d) Serviços únicos

Uma importante forma de apoio à competitividade de um centro financeiro é fornecer serviços únicos ou actuar num nicho. As instituições financeiras devem desenvolver serviços e produtos financeiros que criem uma procura ou encontrem uma necessidade, e ceder estes serviços de modo eficaz e eficiente num mercado altamente competitivo.

e) Sigilo

Segredos bancários e confidencialidade das transacções financeiras são importantes para o sucesso de alguns centros bancários internacionais. Nestes centros as Leis requerem que as instituições financeiras mantenham sigilo em relação às quantias existentes nas contas e à identidade dos seus proprietários. Recentemente têm existido muitas pressões internacionais em relação ao sigilo bancário, devido ao comércio de droga e ao financiamento do terrorismo.

f) Considerações fiscais

A isenção ou baixas taxas de impostos sobre rendimentos são uns dos mais importantes factores que têm permitido países como: Bahrein, Bahamas, Hong Kong e Panamá, vangloriarem-se como CFI's. Em geral, os bancos multinacionais e corporações são atraídos a estes países, por causa das provisões de impostos deferidos nos códigos fiscais dos rendimentos corporativos dos seus países maternos e outros benefícios.

g) Regulação e supervisão segura

O governo deve assumir o compromisso de constituir ferramentas robustas e seguras de regulação e supervisão. Todavia, regulação e supervisão mínima devem ser postas em prática, para assegurarem que apenas as instituições qualificadas tenham licenças. Com o passar do tempo a agência de regulação poderá desempenhar todas as outras funções, incluindo uma forte vigilância externa e contratar fora todas as funções que supõe serem necessárias.

### **3.2.2 - Custos e benefícios**

A transformação de um país num CFI apresenta benefícios mas também acarreta custos directos e indirectos. Em algumas obras, como Bhattacharya (1989), Chang (1989) e Jayaraman (1998), identificamos:

#### **Custos directos**

*a) Despesas de infra-estruturas básicas e de telecomunicações*

É necessária uma rede de transportes (terrestre, aéreo e marítimo) e de telecomunicações desenvolvidas para que um CFI seja bem sucedido. Estes custos associados podem ser facilmente recuperados pela cobrança aos utilizadores e pela melhor eficiência na economia básica, o que transforma os custos de investimento de capital numa longa variedade de benefícios.

*b) Custos de supervisão*

Os custos administrativos e de supervisão consistem essencialmente em salários dos funcionários do governo e do Banco Central. Estes custos tendem a ser compensados,

através das cobranças às instituições financeiras (ex: custos de registos e licenças). Além disso, os custos administrativos e de supervisão incorridos podem balancear o substancial aumento da capacidade administrativa e de supervisão que contribuirá para o fortalecimento da indústria financeira.

*c) Custos de educação e formação*

As despesas com a educação e formação são necessárias, se o país pretende ocupar os cargos nas instituições financeiras com a força de trabalho interna. Estes custos serão cobertos pelo aumento do emprego e desenvolvimento de peritos locais em serviços bancários internacionais.

### **Custos indirectos**

*a) Efeito inflacionário*

O influxo de uma quantia substancial dos fundos *offshore* no mercado doméstico poderá inflacionar o nível de preços, se o sistema monetário não conseguir absorver a liquidez endógena. Os CFI's em pequenas economias, onde os preços domésticos são primeiramente dominados pelo fluxo de importação e exportação estarão melhor preparados para abrandar os efeitos da pressão inflacionária externa, do que os CFI's onde prevalece uma economia proteccionista.

*b) Impacto adverso na taxa de juro doméstica*

O crescimento do mercado *offshore* promove a integração do mercado doméstico no mercado financeiro internacional, levando a taxa de juro doméstica a seguir de perto as taxas dos mercados *offshore*, principalmente na ausência do controlo de trocas. Assim, as altas e voláteis taxas de juro nos mercados *offshore* serão reflectidas nas taxas domésticas e poderão causar dificuldades a algumas indústrias locais. Como por exemplo a redução da competitividade de exportação e mesmo a viabilidade dos pequenos negócios, que não terão capacidade para recorrer ao alto custo de financiamento.

c) *Escoamento de capital*

Um dos mais significativos custos associados ao CFI é o escoamento do capital do mercado doméstico para o mercado *offshore*. Isto acontece especialmente nos países onde os bancos praticam tanto negócios *onshore* como *offshore*.

d) *Problemas fiscais*

O serviço *offshore* pode causar alguns problemas fiscais, pois, na maioria dos CFI's os juros pagos nos depósitos *offshore* são isentos de impostos, enquanto que, os juros nos depósitos domésticos são sujeitos. Por esta razão, em alguns CFI's tem havido deslocação dos depósitos domésticos para as instituições *offshore*, criando assim fugas fiscais.

Os potenciais **benefícios** que os países podem usufruir são:

- *Desenvolvimento de peritos locais em finanças internacionais e alto nível de emprego* – as operações dos serviços bancários internacionais requerem um alto nível de habilitações e experiência, que podem ser conseguidos através da educação, formação e prática. A transformação do país num CFI cria oportunidades para experiências profissionais valiosas junto da força de trabalho local e também para novos empregos;
- *Influxo de capital* – o problema que constrange a maioria dos países em desenvolvimento na implementação dos seus planos de desenvolvimento económicos é a falta de capital. Para estes países, o influxo de capital via CFI, poderá ser o método mais eficiente para resolver este problema. Os CFI's suportados por economias relativamente grandes e com consideráveis capacidades de absorção de capital, estarão melhores posicionados para usufruírem deste tipo de benefício, do que os com uma economia muito pequena;
- *Estímulo ao desenvolvimento de indústrias afins* – a presença de instituições financeiras internacionais gera procura para empresas de contabilidade, escritórios juristas, corretores financeiros internacionais, hotéis, transportes e telecomunicações. Este progressivo aumento das trocas e comércio terá um efeito positivo no emprego e no resto da economia;

- *Fortalecimento do prestígio nacional* – a transformação num CFI bem sucedido é um indicador saliente, de que o país tem um alto nível de estabilidade política e social. Isto fortalece a credibilidade e o prestígio do país, o que por ser lado, promove o investimento directo estrangeiro;
- *Aumento de lucro para as empresas domésticas*, através do melhor acesso a outros mercados financeiros e talvez melhor escoamento dos seus produtos no mercado;
- *Desenvolvimento da indústria do serviço bancário doméstico* – é reconhecido que um sistema financeiro forte e eficiente é essencial para o fortalecimento económico do país. A presença de bancos *offshore* poderá estimular a indústria dos serviços bancários nos países receptores, aumentando a eficiência dos bancos domésticos, através da transferência de técnicas sofisticadas de serviços bancários.

Segundo Zoromé (2007), as receitas dos CFI consistem tipicamente em cobranças efectuadas pelos:

- Serviços financeiros prestados aos não-residentes, como taxas bancárias pelos serviços de aconselhamento e de engenharia financeira; taxas pelos serviços intermediários, como os relacionados com as linhas de crédito, *leasing* financeiro e câmbios; comissões sobre gestão de fundos e valores mobiliários; serviços relacionados com a gestão de activos; e, serviços de segurança.
- Registos ou taxas de renovação para as entidades licenciadas.

Adicionalmente os CFI também prestam serviços não financeiros como registos de navios, aeronaves, marcas, patentes e direitos do autor.

Porém, estes potenciais benefícios e custos associados à transformação num CFI variam consoante o sistema monetário, a profundidade dos avanços tecnológicos e automação, as mudanças no mercado financeiro internacional e o grau da integração no mercado internacional.

### 3.3 - Integração financeira versus crescimento

Vários modelos teóricos identificaram inúmeros canais, pelos quais a internacionalização da integração financeira impulsiona o crescimento de países em desenvolvimento, mas, têm-se verificado algumas dificuldades em provar empiricamente esta relação. Observando o desenvolvimento mundial nestas últimas três décadas, constata-se que os países com maior integração da economia financeira têm crescido num ritmo superior ao dos países com menor integração.

Segundo Prasad et al. (2004) a globalização financeira pode afectar directa ou indirectamente os determinantes do crescimento económico. Além deste autor, outros como Levine (1997; 2004), Khan (1999) e Aziakpono (2003), também nos seus estudos, estabeleceram uma relação entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico, (o Apêndice B ilustra exemplo de esquema apresentado por Prasad et al.). Apresentamos alguns canais pelos quais o desenvolvimento financeiro pode impulsionar o crescimento económico:

#### Canais directos

##### *a) Redução do custo do capital mediante uma melhor repartição global do risco*

A liberalização dos mercados de fornecimento de fundos aumenta a oportunidade de repartir os riscos entre investidores internos e externos, o que encoraja as empresas a aumentar o investimento total, impulsionando assim o crescimento. Por outro lado, o incremento no fluxo de capital aumenta a liquidez no mercado doméstico, facilitando a redução do prémio de risco, o que conduz à diminuição do custo do aumento de capital para o investimento.

##### *b) Transferências de tecnologias e conhecimentos de gestão*

As economias financeiramente integradas atraem grandes influxos de investimento directo estrangeiro, o que transfere tecnologias e serve como canal de transmissão para melhores práticas de gestão. Estas tecnologias aumentam a produtividade agregada incitando por conseguinte o crescimento económico.

*c) Incitação do desenvolvimento do sector financeiro doméstico*

O aumento da propriedade estrangeira nos bancos domésticos pode também gerar uma série de benefícios, tais como: facilidades no acesso ao mercado financeiro internacional; melhoria nas ferramentas de regulação e supervisão da indústria bancária; e, introdução no mercado de novos instrumentos financeiros, técnicas de gestão e melhores tecnologias. Estes benefícios incrementam a competição doméstica, melhoram a qualidade dos serviços financeiros e impulsionam o crescimento económico.

### **Canais indirectos**

*a) Promoção da especialização*

A noção que a especialização na produção pode fomentar a produtividade e o crescimento é intuitiva. Uma estrutura de produção altamente especializada, sem qualquer mecanismo de gestão do risco, levará à subida da volatilidade na produção e no consumo, que por sua vez provocarão uma diminuição da poupança geral e da taxa de investimento. Isto desencorajará os países a tentarem crescer através do fortalecimento das actividades de especialização. A globalização financeira pode desempenhar um papel útil ajudando os países na repartição dos riscos internacionais, reduzindo assim a volatilidade, o que estimula indirectamente a especialização, e consequentemente o aumento da taxa de crescimento.

*b) Práticas de melhores políticas económicas*

A integração financeira pode dinamizar o investimento doméstico, distribuindo capitais a um maior número de actividades produtivas em resposta às mudanças nas políticas macroeconómicas. Por outro lado, o desejo em assumir a integração financeira pode ser interpretado como um sinal de prática de políticas favoráveis ao investimento estrangeiro, o que instiga o influxo de capital.

Em suma, constatámos que o desenvolvimento financeiro facilita a transferência dos recursos financeiros e a redução dos custos de capital, o que leva à maior captação das poupanças e por conseguinte ao aumento dos recursos disponíveis para os empréstimos, que podem ser direccionados ao investimento no capital físico e humano, com consequências positivas no crescimento económico.

Neave (1991) por sua vez estabelece uma relação simples entre o sector financeiro e o crescimento económico, pois o sistema financeiro mesmo que não seja perfeito, direcciona fundos a certos grupos de clientes. Estas decisões influenciam a quantidade e o tipo de formação de capital a ter lugar, afectando directa e indirectamente o crescimento económico. O efeito directo é o aumento da procura agregada determinado pelo factor multiplicador e o efeito indirecto corresponde ao impacto na composição do stock do capital de uma economia.

É de salientar que a integração financeira não é condição necessária para conseguir altas taxas de crescimento. Contudo, o sistema financeiro pode influenciar taxas de poupança, decisões de investimentos, inovações tecnológicas e conseqüentemente taxas de crescimento de longo prazo, por outro lado, a abertura do sector financeiro pode ser um instrumento eficiente de política à disposição das autoridades na concretização de vários objectivos macroeconómicos. Para garantir a estabilidade do sector financeiro, esta abertura, deve ser acompanhada por medidas macroeconómicas e reguladoras, Kireyev (2002).

## 4 - SISTEMA FINANCEIRO CABO-VERDIANO

### 4.1 - Caracterização económica

O processo de desenvolvimento económico<sup>5</sup> em Cabo Verde tem sido determinado e dominado pelo sistema MIRAB<sup>6</sup> (MI – migração, R – remessas, A – ajuda, B – burocracia), ou seja, pelos fluxos que recebe do exterior (remessas e ajuda), Barros (1999) e Estêvão (2004).

Pelos valores no Quadro 4.1, verificámos que o PIB cabo-verdiano nos últimos 5 anos (2003-2007) teve um crescimento médio anual de 6,5% (com valor nominal, em 2007, de 116,1 bilhões de CVE<sup>7</sup>), percentagem superior ao do grupo de Países da África Subsariana de Rendimento Médio<sup>8</sup> (PRM), que foi de 4,7%. Este ritmo de crescimento do PIB (o sector dos serviços é o principal contribuinte com o peso de 70%) deve-se às reformas visando a consolidação de uma economia de mercado aberta ao exterior, ao dinamismo do investimento tanto privado como público, às remessas dos emigrantes (representa 12% do PIB nos últimos 10 anos) e à ajuda pública ao desenvolvimento (23% do PIB em 2007).

A taxa de inflação média anual em Cabo Verde, para o período em análise, foi 1,9%, valor inferior à média da do grupo PRM, que foi de 4,7%, e semelhante à do grupo dos países da zona euro (principais parceiros económicos de Cabo Verde), que foi de 2%. Isto demonstra uma certa estabilidade macroeconómica cabo-verdiana nestes últimos

---

<sup>5</sup> Para mais detalhes da evolução da economia cabo-verdiana, ver Estêvão (2004)

<sup>6</sup> Identifica os países cuja economia é fortemente influenciada pelas remessas dos emigrantes e ajuda pública ao desenvolvimento, Bertram e Watters (1985).

<sup>7</sup> 1€= 110,265 CVE

<sup>8</sup> Fazem parte: Botswana, Cabo Verde, Lesoto, Ilhas Maurícias, Namíbia, Ilhas Seychelles, África do Sul e Suazilândia.

anos. Constatámos uma situação de deflação (-1,9%) em 2004 e o valor de 4,4% em 2007. Esta tendência crescente do índice dos preços é o reflexo do aumento dos preços verificado no mercado petrolífero internacional.

A evolução média anual da massa monetária (M2), para o período em análise, foi de 13,1% (passou de 516 milhões de euros, em 2003, para 854 milhões, em 2007), determinada sobretudo pelo crescimento do crédito interno líquido (média anual de 10,2 %).

Nos últimos 5 anos (2003-2007), as Finanças Públicas têm sido marcadas por défices globais médio anual (incluindo donativos) de 4,5% do PIB, montante superior ao do grupo de PRM, que foi de 0,4% do PIB, e ao dos países da zona euro, que foi 0,5% do PIB. Para este valor do défice cabo-verdiano, contribuiu o aumento das despesas públicas e a redução dos donativos.

Registaram-se crescimento nas exportações de bens e serviços de 31,4 % do PIB em 2003 para 43,6% do PIB em 2007, representando assim, um aumento de 38,9%. Durante o período de 2003-2007, as importações anuais oscilaram em torno de 69 % do PIB, percentagem superior ao dobro da do grupo de PRM, o que evidencia a grande dependência da economia cabo-verdiana em relação a importação.

#### Quadro 4.1: Principais indicadores económicos

Indicadores	2003	2004	2005	2006	2007	CPV Média *	Euro Média *	PRM Média *
PIB (taxa crescimento real)	4,7	4,4	5,7	10,8	6,9	6,5	2,0	4,7
Inflação (%)	1,2	- 1,9	0,4	5,4	4,4	1,9	2,0	4,7
Massa Monetária - M2 (taxa crescimento)	8,6	10,5	15,5	17,7	13,4	13,1	--	19,0
Saldo Orçamental Global (% PIB)	-4,3	- 3,8	- 6,4	- 5,0	- 3,2	-4,5	-0,5	-0,4
Importação (% PIB)	67,4	69,5	64,8	68,6	73,3	68,7	--	32,3
Exportação (% PIB)	31,4	32	36,8	42,6	43,6	37,3	--	31,3

Fonte: IMF – Economic Outlook Sub-Saharan Africa APR 08 e IMF – World Economic Outlook October 2008.

CPV – Cabo Verde, Euro – Os países europeus da Zona euro, PRM – Países da África Subsariana de Rendimento Médio

\* – Corresponde à média anual de 2003-2007.

Este ritmo de crescimento económico e a estabilidade política desde finais de 1980 permitiram a Cabo Verde: aumentar o nível de confiança dos investidores externos (o que incentiva o investimento directo estrangeiro) e das organizações internacionais; assinar, em Março de 1998, acordo de cooperação cambial com Portugal, pelo qual o escudo cabo-verdiano passou a estar ligado a moeda nacional Portuguesa, por uma relação de paridade fixa; ser graduado, em Janeiro de 2008, ao grupo de Países de Desenvolvimento Médio; passar a ser membro da Organização Mundial do Comércio; aderir ao estatuto de parceria especial junto da União Europeia; e, ser classificado como o terceiro país mais estável em África ao nível da Economia, da política, da segurança e do bem-estar social<sup>9</sup>. É de realçar o acordo *Policy Support Instrument – PSI* assinado, em 2006, entre Cabo Verde e o FMI cujos principais objectivos destacamos: criar ambiente macroeconómico estável, melhorar a gestão das finanças públicas, fortalecer o sector financeiro e reformar o sector energético. O relatório do FMI realizado, em Março de 2008, avaliou positivamente o desempenho da economia cabo-verdiana.

Contudo, Cabo Verde continua a ser um país vulnerável devido à forte exposição aos choques externos (aumentos do preço do petróleo e flutuações das taxas de câmbio), à escassez de recursos naturais, ao reduzido mercado interno, à dependência das importações de combustíveis e géneros alimentícios (em 2007, as importações totalizaram cerca de 73% do PIB) e ao facto de ser uma economia – MIRAB.

## **4.2 - Políticas e perspectivas de evolução económica**

### **4.2.1 - Políticas**

Encontramos no documento *Poverty Reduction and Growth Strategy Paper – II* (2008-2011) e no Programa do Governo para a VII Legislatura (2006-2011), algumas opções de desenvolvimento e políticas económicas. No que respeita à política económica, os dois maiores objectivos são: a redução drástica da taxa de desemprego (para níveis inferiores a 10%) e o crescimento acelerado e robusto da economia (crescimento do PIB

---

<sup>9</sup> Estudo efectuado por *Brookings Institution* (Instituição dos EUA), intitulado “*Index of State Weakness in the Developing World*”, publicado em Fevereiro/2009. Fonte: <http://www.asemana.publ.cv/spip.php?article39367>, 06/03/2009 – 18:46.

a dois dígitos). Para atingir estes objectivos o Governo optou pela implementação de uma estratégia de transformação económica, criando condições para a sustentabilidade do processo de desenvolvimento, assente numa economia de mercado de base privada liberal inserida na globalização.

Com o sector dos serviços representando cerca de 70% do PIB, as políticas económicas vão no sentido de transformar Cabo Verde num centro internacional de serviços, centrado nas áreas de transportes, telecomunicações, turismo e serviços financeiros. Estas áreas destacam-se como segmentos dinâmicos de crescimento e de propensão para gerar emprego.

No **segmento dos transportes e telecomunicações**, o Governo pretende: instalar e ampliar infra-estruturas de telecomunicações baseadas em tecnologias de ponta que permitam a redução considerável dos custos; remodelar e alargar as instalações portuárias e aeroportuárias nas Ilhas do Sal, S. Vicente e Santiago; desenvolver políticas e programas direccionadas aos serviços de entrepostagem comercial e industrial; fomentar o *transshipment* de carga marítima e aérea; promover o registo internacional de navios; e, fornecer mão-de-obra especializada à marinha mercante e à aviação internacional.

Na **esfera do turismo** (o motor principal da economia), o Governo optou pelas seguintes vias para incitar o seu desenvolvimento: melhorar a qualidade da oferta de alojamentos; diversificar os produtos turísticos (turismo rural e cultural); desenvolver políticas específicas de apoio ao sector privado nacional (formação profissional, assistência técnica e criação de linhas de crédito específicas com apoio público), visando a associação destas com o capital e *know-how* externos; melhorar a eficácia da promoção turística no seio da Agência Cabo Verde Investimento; e, no recurso ao *outsourcing* de serviços especializados.

No **campo financeiro**<sup>10</sup> (ver o Anexo 1), o Governo pretende elevar Cabo Verde ao patamar de centro financeiro internacional, apostando num sector moderno, dinâmico e

---

<sup>10</sup> No anexo 1, apresentamos algumas propostas detalhadas das reformas financeiras

eficiente, capaz de se transformar a longo prazo numa das bases da economia. O desenvolvimento do sistema financeiro será alicerçado em cinco eixos fundamentais:

- 1) *Promoção da competitividade do sistema financeiro*, através da abertura do sistema financeiro a outros operadores e simplificação das condições de acesso dos investidores a capitais de longo prazo e ao mercado internacional de capitais;
- 2) *Promoção da Praça Financeira de Cabo Verde*, pelo desenvolvimento de políticas que estimulam a instalação completa da actividade das instituições financeiras internacionais (parcerias públicas/privadas, projectos de desenvolvimento imobiliário, requalificação urbana de modo a facilitar a construção de edifícios modernos nas duas principais cidades do país, Praia e Mindelo); pela dinamização e aperfeiçoamento da Bolsa de Valores de Cabo Verde (adaptando-a às normas e padrões internacionais); e, pela implementação de uma campanha de promoção internacional;
- 3) *Melhoria da gestão do risco de crédito* através do melhoramento do quadro regulador, da capacitação dos intermediários financeiros e do lançamento de um programa de “Garantia de Crédito” devidamente suportado pelas agências de financiamento internacional;
- 4) *Melhoria do acesso das MPME’s (Micro, Pequenas e Médias Empresas) ao financiamento* pela promoção da capacitação dos empresários e das empresas e do reforço da natureza catalisadora do Fundo de Competitividade, possibilitando assim, às MPME’s a contratação da assistência técnica necessária à elaboração e negociação de projectos de investimentos;
- 5) *Focalização do papel do Estado no sistema financeiro*, com recurso ao reforço da presença do Banco Central enquanto órgão de regulação e supervisão do sistema, pelas seguintes vias:
  - Impulsão de instrumentos financeiros adequados à realidade nacional (o micro-crédito, a locação financeira e a concessão de crédito);

- Aperfeiçoamento do sistema de pagamentos, através da diversificação dos meios de pagamento, operacionalização do módulo de Sistema de Gestão de Depósitos e Liquidação (SGDL) e desenvolvimento do sistema de transferência electrónica interbancária, com vantagens para os aforradores e investidores nacionais;
- Revisão do Código do Mercado de Valores Mobiliários, flexibilizando os requisitos de admissão à cotação de valores mobiliários;
- Reestruturação da sociedade de desenvolvimento empresarial como alternativa de financiamento das MPME's (através da promoção do capital de risco e reforço da capacidade técnica da instituição).

Além destes eixos, para a internacionalização da praça financeira cabo-verdiana, as apostas do Governo também recaem sobre:

- Promoção do Organismo de Investimento Colectivo (OIC), como os Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário, os Fundos de Pensões e as sociedades cessionárias financeiras – *factoring*;
- Criação da Unidade de Informação Financeira (UIF);
- Melhoria do apoio aos investidores externos;
- Desenvolvimento do mercado de capitais no sentido de assegurar os equilíbrios macroeconómicos, garantir a estabilidade financeira e prevenir ou conter os impactos negativos da volatilidade nos mercados financeiros internacionais;
- Adequação da legislação existente às recomendações do FATF/GAFI<sup>11</sup> (*Financial Action Task Force on Money Laundering/Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux*), no intuito de assegurar os princípios que vigoram na ordem jurídica internacional.

#### **4.2.1 - Perspectivas de evolução**

A economia cabo-verdiana deverá manter a sua trajectória ascendente do crescimento do PIB para o período em análise, 2008-2013, de acordo com as estimativas do BCV e

---

<sup>11</sup> Estão disponíveis em: <http://www.fatf-gafi.org/dataoecd/38/50/34030817.PDF>

do FMI<sup>12</sup>. Este crescimento do PIB será em termos de média anual de 6,62% (atingindo em 2013 o montante de 221,7 bilhões de CVE), valor superior à média mundial que será de 4,2%.

Prevê-se uma taxa média anual de inflação em Cabo Verde de 3,2 %, ao longo do período em análise, valor inferior a média mundial que será de 4,2%, o que transmite uma certa estabilidade macroeconómica cabo-verdiana. Este valor da inflação em Cabo Verde será conseguido pela prossecução de políticas macroeconómicas coerentes e de estreita articulação da política orçamental com a monetária.

A massa monetária (M2) crescerá em média anual 11,1 % (admitindo a hipótese de velocidade de circulação da moeda constante), para o período de 2008 -2013, atingindo o montante de 140,9 bilhões de CVE em 2011.

Em relação às Finanças Públicas, prevê-se para as receitas totais, uma média anual de 28% do PIB, durante o período de 2008-2013, com a média das receitas domésticas em 24,5% do PIB (resultante do aumento da capacidade de arrecadação das receitas fiscais e da boa dinâmica económica) e a média dos donativos em 3,5% do PIB, (com uma trajetória decrescente do peso no PIB, devido a graduação de Cabo Verde ao grupo de Países de Desenvolvimento Médio). As despesas deverão totalizar a média anual de 32,3% do PIB, no quadro de uma tendência descendente, com as despesas correntes atingindo a média anual de 18,6% do PIB e as despesas de investimentos a média de 13,1% do PIB. A média anual do défice global (incluindo donativos) situar-se-á em 4,2 % do PIB.

A dívida pública prosseguirá a sua tendência decrescente em termos relativos, para o período 2008-2013, estabilizando-se em média anual, à volta dos 20% do PIB, o que está conforme o acordo estabelecido com FMI no âmbito dos Instrumentos de Apoio às Políticas Macroeconómica (PSI – *Policy Support Instrument*).

---

<sup>12</sup> IMF – Fifth Review Under the Policy Support Instrument (2009) e IMF – World Economic Outlook October 2008: Financial Stress, Downturns, and Recoveries

Relativamente às exportações de bens e serviços, o seu crescimento médio anual será de 14,4%, para o período de 2008-2013. Reflectindo assim, uma maior internacionalização da economia do país. Esta evolução favorável das exportações de bens e serviços estará correlacionada positivamente com o investimento directo estrangeiro e o turismo. O crescimento médio anual da importação será de 11,7%. Isto reflecte a dependência da economia cabo-verdiana em relação à importação.

As reservas internacionais seguirão um percurso relativamente ascendente, situando-se a média anual em 3,9 meses de importação de bens e serviços, para o período de 2008-2013, situação compatível com a credibilidade e estabilidade do regime cambial, caracterizado pela paridade fixa com o Euro. Para esta evolução deverá contribuir, em particular, a continuação do bom desempenho quer das exportações de serviços, quer do investimento directo estrangeiro.

**Quadro 4.2:** Previsão dos principais indicadores económicos

<b>Indicadores</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
PIB (taxa crescimento real)	6,0	6,1	7,0	7,1	6,8	6,7
Inflação (%)	6,5	4,2	2,5	2,0	2,0	2,0
Massa Monetária - M2 (taxa crescimento)	5,5	11,5	12,5	12,2	12,7	12,5
Saldo Orçamental Global (% PIB)	-1,2	-5,4	-4,7	-4,2	-5,1	-4,4
Exportação (taxa de crescimento)	15,8	13,6	15,5	14,0	13,4	14,1
Importação (taxa de crescimento)	8,6	15,5	9,0	12,5	12,5	12,2
Reservas internacional bruta (meses importação)	3,4	3,8	3,9	4,0	4,1	4,3

Fonte: IMF - Fifth Review Under the Policy Support Instrument (2009).

## **4.3 - Evolução do sistema financeiro, grandes marcos**

Em Cabo Verde o sistema financeiro está dividido em sectores bancário, seguro e mercado de valores mobiliário.

### **4.3.1 - Sector bancário**

O Banco Nacional Ultramarino (BNU) foi durante 111 anos (1864 – 1975) o principal banco em Cabo Verde e tinha o monopólio de emissão de notas, concedido pelo Reino

de Portugal através da carta Lei, de 16 de Março de 1864. Além desta actividade, o BNU recebia depósitos a prazo, aceitava letras e vendia saques sobre o país.

À data da Independência Nacional (Julho de 1975) a estrutura bancária em Cabo Verde era a seguinte:

- O Banco Nacional Ultramarino com natureza de banco emissor e comercial;
- A Caixa de Crédito de Cabo Verde (CCCV) com a natureza de instituição especial de crédito (actuava na concessão de crédito agrícola, pecuário, industrial e imobiliário);
- A Caixa Económica Postal (CEP) com natureza de instituição especial de crédito, integrada nos serviços de correios e telecomunicações (financiava créditos ao consumo e captava pequenas poupanças);
- A delegação do Banco Fomento Nacional (BFN) (instalada em 1973); e
- A Inspeção do Comércio Bancário criada, em 1963, com o objectivo de assegurar o regular funcionamento do mercado de câmbios e fiscalizar o cumprimento das disposições legais e regulamentos sobre o exercício do comércio, entre outros.

O Banco de Cabo Verde (BCV) foi instituído, em 1975, pela Lei nº 25/75, de 29 de Setembro, com funções de Banco Central e Emissor, de Autoridade Cambial, de Caixa de Tesouro e de Banco Comercial. Em Junho de 1976, com a cessação das actividades do BNU e do BFN, os seus activos e passivos foram transferidos para o BCV, passando assim, a ser a principal instituição bancária do país. Nesta data foi também aprovada a primeira Lei Orgânica do BCV – Lei 13/76, de 26 de Junho. Em 1 de Julho do mesmo ano, entraram em circulação as primeiras notas do Banco, Escudo de Cabo Verde, em substituição às notas do BNU.

A CCCV foi extinta, em 1984. Em 1985, a CEP foi transformada em empresa pública com a denominação de Caixa Económica de Cabo Verde, E.P., que, em 1993, foi transformada num banco comercial sob a forma de sociedade anónima de capitais públicos, pelo DL nº 54/93, de 31 de Agosto de 1993.

A Lei 43/III/88, de 27 de Dezembro, foi a primeira Lei das Instituições Financeiras Internacionais (IFI) introduzida, sendo posteriormente submetida a alterações, pelas Leis: DL nº 12/2005, de 7 de Fevereiro; Lei nº 60/VI/2005, de 18 de Abril e DL nº 44/2005, de 27 de Junho, trazendo melhores condições e regalias às IFI's. A primeira IFI (Banco "offshore" - Banco Insular) foi criada, em 1997, pela Portaria nº 81/97, de 08 de Dezembro.

Em 1990, assistiu-se à reforma da legislação bancária, com publicações dos: DL nº 52 - D/90 e 52 - E/90, de 04 de Julho, com objectivo de criar o ambiente legal ao exercício da actividade bancária e do crédito privado, levando assim ao desenvolvimento do sistema bancário e ao termo do monopólio do BCV.

Posteriormente, em 1993, foi formado o Banco Comercial do Atlântico (DL nº 43/93, de 16 de Julho de 1993), pela cisão de parte do BCV, que passou a desempenhar apenas as funções de Banco Central.

Com a actividade bancária completamente aberta à iniciativa privada é publicada a Lei 3/V/96, de 1 de Julho, que regula a constituição, o funcionamento e a actividade das instituições de crédito e parabancárias.

Em 1996, o Banco Totta & Açores de Portugal abriu uma sucursal em Cabo Verde. Mais tarde, em 2003, esta sucursal passou a banco de direito cabo-verdiano, com a designação de Banco Totta de Cabo Verde – BTCV. Em 2004, o BTCV é adquirido por uma empresa cabo-verdiana, tornando assim, no primeiro banco privado e capital subscritos apenas por nacionais. Em Fevereiro de 2005, o BTCV passou a ser intitulado de Banco Cabo-verdiano de Negócios – BCN.

Desde os finais da década de 90, têm havido reformas legislativas que permitiram maior abertura, diversificação e dinamização do mercado financeiro e constituição de novas instituições.

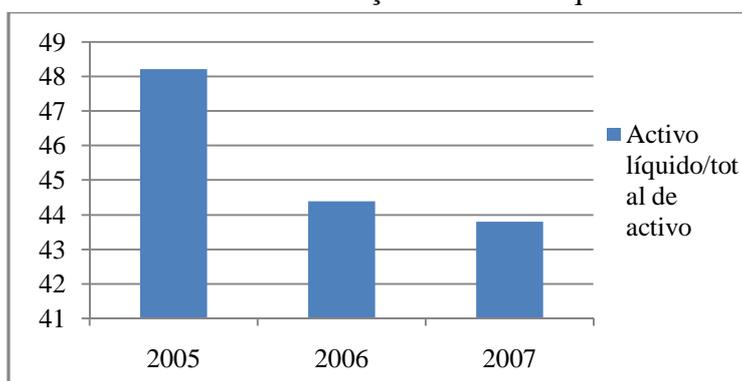
Actualmente as instituições de crédito têm apostado fortemente na oferta de serviços pela via virtual aos seus clientes (*Internet Banking e Home Banking*), tendo, em 2007, sido realizadas 252.325 operações.

O sistema bancário tem-se mantido sólido e resistente, contudo houve uma ligeira diminuição de 0,6 pontos percentuais de 2006 para 2007, no rácio do activo líquido sobre activo total. Os depósitos bancários têm sido caracterizados, especialmente por depósitos de particulares (evolução crescente), incluindo os de emigrantes (evolução decrescente). (ver o Gráfico 4.1)

Verificou-se nestes últimos anos um aumento da rentabilidade dos activos médios (ROA) e dos capitais próprios médios (ROE), atingindo 1,4% e 31,5%, em 2007, respectivamente, contribuindo para tal a melhoria da eficiência e o decréscimo do rácio *cost to income*. (ver o Gráfico 4.2)

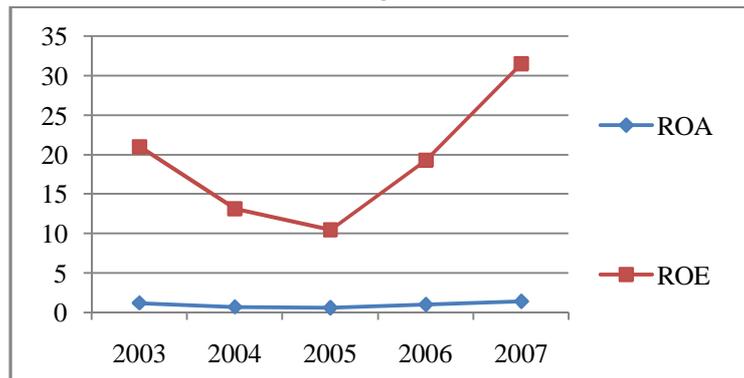
O crédito a clientes tem evoluído de um modo geral positivamente, atingindo, em 2007, o montante de 50.645,8 milhões de CVE, com tendência crescente no concedido a empresas não financeiras e ligeiro decréscimo nos créditos aos particulares. (ver o Gráfico 4.3)

**Gráfico 4.1:** Evolução do activo líquido



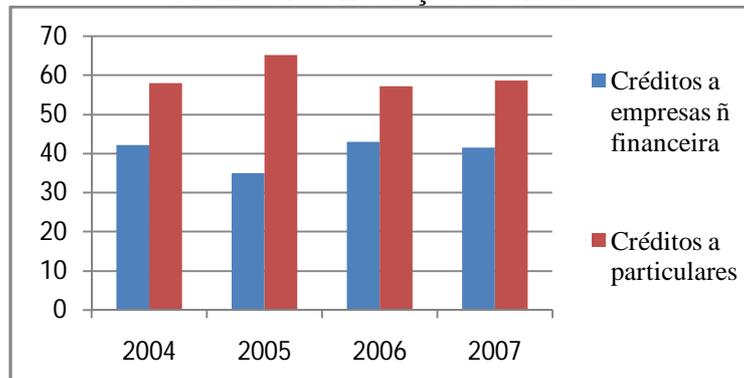
Fonte: BCV

**Gráfico 4.2: Evolução da rentabilidade**



Fonte: BCV

**Gráfico 4.3: Evolução do crédito**



Fonte: BCV

### 4.3.2 - Sector dos seguros

Durante a época colonial e até Maio de 1978, havia em Cabo Verde pequenas representações de companhias portuguesas de seguros, que estavam a cargo de gerentes de entidades comerciais.

O Instituto de Seguros e Previdência Social (ISPS) iniciou as suas actividades, em 1978, passando assim, o domínio segurador e ressegurador a constituir reserva exclusiva do Estado.

A reforma do quadro institucional da actividade seguradora, pelo Decreto-Lei nº 52-F/90, de 4 de Julho, criou condições para o surgimento de companhias de seguros privadas. Passado um ano, é fundado o Instituto de Seguros de Cabo Verde com as funções de controlo e supervisão do sector, e o ISPS cessa as suas actividades dando origem à GARANTIA, Sarl, sociedade de capitais públicos e ao Instituto Nacional de Previdência Social.

Em 1992, foi criada a IMPAR, Sarl, companhia de seguros, com capitais privados nacionais e estrangeiros.

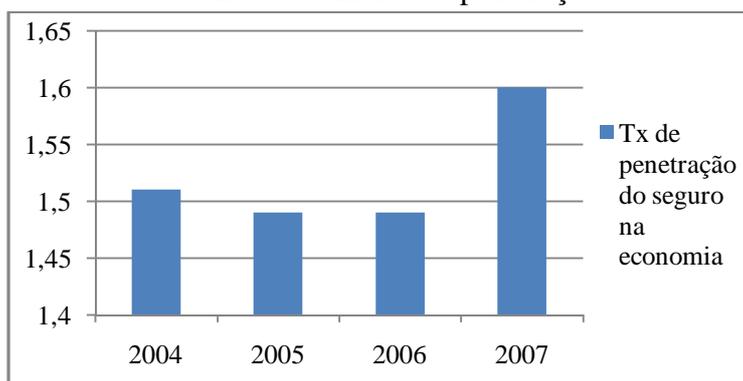
Em 1996, pelo Decreto-Lei nº 52/96, de 26 de Dezembro, extinguiu-se o Instituto de Seguros de Cabo Verde, passando as suas funções a serem desempenhadas pelo Banco de Cabo Verde. Mais tarde, no ano 2000, é publicado o Decreto-Legislativo nº 1/2000, de 31 de Janeiro, que define as funções do Banco Central no sector segurador.

O volume de negócios da actividade seguradora tem evoluído positivamente, caracterizando-se pela tendência crescente da taxa de penetração do seguro na economia (rácio prémio de seguros por PIB) e do índice de densidade (rácio prémio de seguros por população) que atingiram, em 2007, o valor de 43,6 USD e 1,6%, respectivamente. (ver os Gráficos 4.4 e 4.5)

A estrutura da carteira de prémios tem-se mantido crescente, sendo o ramo “não vida” o maior responsável, particularmente o ramo automóvel com 43,8% e o ramo transportes com 19,3%, valores verificados em 2007. (ver o Gráfico 4.6)

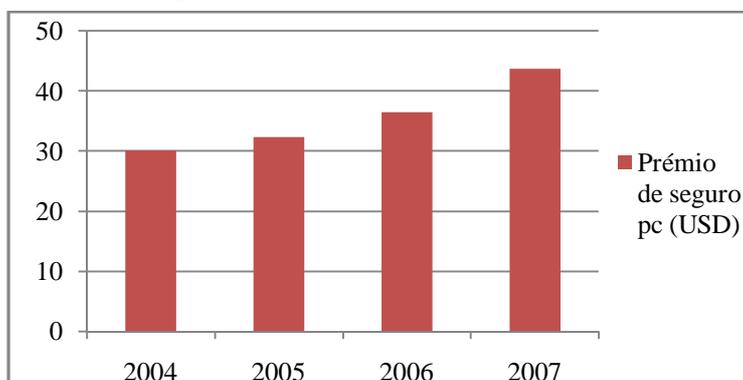
Os resultados líquidos da actividade seguradora têm sido positivos nestes últimos anos, chegando ao montante de 147 milhões de CVE, em 2007. (ver o Gráfico 4.7)

**Gráfico 4.4: Índice de penetração**



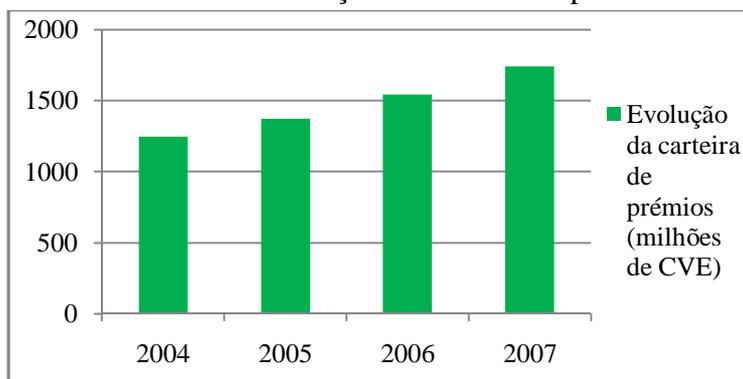
Fonte: BCV

**Gráfico 4.5: Índice de densidade**



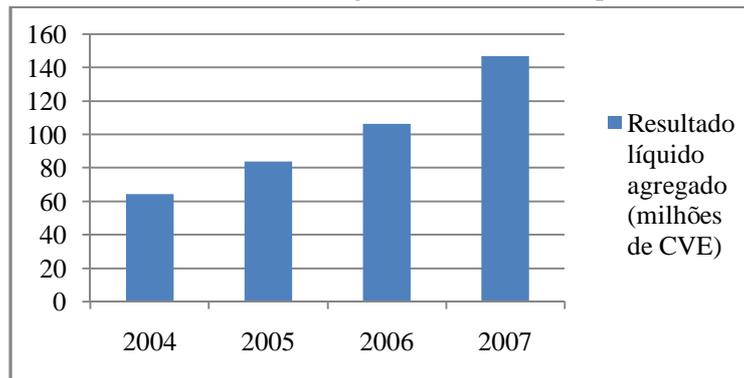
Fonte: BCV

**Gráfico 4.6: Evolução da carteira de prémios**



Fonte: BCV

**Gráfico 4.7:** Evolução do resultado líquido



Fonte: BCV

### **4.3.3 - Sector dos mercados de valores mobiliários**

Foi publicado, em 1998, o Código do Mercado dos Valores Mobiliários (Lei n.º 52/V/98, de 11 de Maio) que estabelece os princípios e disposições fundamentais do mercado de valores mobiliários. Neste mesmo ano, por força da Lei 51/V/98, de 11 de Maio, a Bolsa de Valores de Cabo Verde foi instituída, com capitais subscritos e realizados integralmente pelo Estado, sob a forma de sociedade anónima de responsabilidade limitada. O funcionamento, as operações e o exercício das actividades de intermediação em valores mobiliários são regulados pela Lei n.º 53/V/98, de 11 de Maio.

A Bolsa de Valores de Cabo Verde esteve encerrada desde o início de 2003 até Maio de 2005. Isto aconteceu, porque não havia nenhuma operação a ser transaccionada na Bolsa e por outro lado, o sistema operativo utilizado não estava funcional. Assim, o governo optou por encerrar a Bolsa, pois estava a obter apenas custos.

Tendo reaberto as actividades ao público apenas em finais de 2005, neste ano a Bolsa realizou apenas uma operação no valor de 0,8 milhões CVE. Em 2006 e 2007 foram realizadas 31 e 127 operações num valor de 6,1 e 37,1 milhões de CVE, respectivamente.

## **4.4 - Organização do sistema financeiro**

### **4.4.1 - Instituições financeiras**

Em função da sua natureza, distinguem-se as seguintes instituições financeiras, em Cabo Verde:

- Instituições de crédito;
- Instituições parabancárias;
- Instituições financeiras internacionais (IFI's);
- Empresas seguradoras e de mediação de seguros;
- Intermediários financeiros em valores mobiliários;
- Organismos de investimento colectivo (OIC).

#### **a) Instituições de crédito**

Nos termos da Lei nº 3/V/96, de 1 de Julho, são considerados instituições de créditos as empresas cuja actividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e em conceder crédito por sua própria conta. Assim, as instituições de crédito podem ser: os bancos, as instituições especiais de crédito e outras entidades qualificadas como tal, pela lei.

São consideradas instituições especiais de crédito as cooperativas de crédito e as caixas económicas. A constituição das instituições de créditos depende da autorização do Ministro das finanças, atendendo ao parecer do Banco Central. Em Cabo Verde existem cinco bancos comerciais<sup>13</sup> de capitais maioritários estrangeiros, de pequena dimensão e com numerosas agências e delegações espalhadas pelo território nacional. O Banco Comercial do Atlântico é o maior, com capital de 1 bilhão de CVE, 28 agências e com o controlo de mais de 50% do mercado.

#### **b) Instituições parabancárias**

Nos termos da Lei nº 3/V/96, de 1 de Julho, em Cabo Verde, são consideradas instituições parabancárias as empresas que não sendo instituições de crédito, exerçam

---

<sup>13</sup> BCA – Banco comercial do Atlântico, CECV – Caixa Económica de Cabo Verde, BIA – Banco Interatlântico, BCN – Banco Cabo-verdiano de Negócios e BAI – Banco Africano de Investimentos

profissionalmente alguma função de crédito ou outra actividade que possa afectar o funcionamento dos mercados monetário, financeiro ou cambial. Assim as instituições parabancárias podem ser (cada uma regulada pela legislação especial):

- As sociedades de investimentos (DR – 11/93, de 16 de Julho);
- As sociedades de capital de risco (DL – 72/94, de 12 de Dezembro e DL – 22/2002, de 31 de Maio);
- As sociedades de locação financeira – *leasing* (DL – 45/95, de 11 de Setembro e DL – 37/2000, de 28 de Agosto);
- As sociedades de desenvolvimento regional (DL – 71/94, de 12 de Dezembro);
- As agências de câmbios (DL – 44/94, de 25 de Julho, DL – 30/2000, de 10 de Julho e DL – 24/2003, de 25 de Agosto);
- As sociedades gestoras de fundo de investimento (DL – 11/2005, de 7 de Fevereiro);
- As sociedades cessionárias de créditos – *factoring* (DL – 13/2005, de 7 de Fevereiro);
- As sociedades de financiamento de vendas a crédito (DL – 9/2003, de 7 de Abril);
- As sociedades emitentes ou gestoras de cartões de crédito.

A constituição das instituições parabancárias depende do parecer do Ministro das Finanças, precedente do parecer do Banco Central. Em finais de 2007, haviam seis instituições parabancárias em pleno funcionamento sendo, três agências de câmbios, uma sociedade de capital de risco, uma sociedade interbancária de sistema de pagamentos e uma sociedade de gestão financeira.

### **c) Instituições Financeiras Internacionais**

De acordo com o DL nº 12/2005, de 7 de Fevereiro, podem ser estabelecidas as seguintes modalidades de IFI's:

- Sociedades autónomas – constituídas com sede no território de Cabo Verde e em obediência ao direito nacional, sob a forma de sociedade anónima ou por quotas e com sócios idóneos;

- Sociedades controladas – como as sociedades autónomas, mas participadas, directa ou indirectamente por outra instituição financeira (instituição financeira – mãe);
- Sucursais – ou agências de instituições financeiras regularmente constituídas nos Estados em que tenham sede e onde se encontrem registadas.

As IFI's assumem as seguintes tipologias de acordo com o objecto social:

- Bancos – se receberem em depósitos fundos reembolsáveis;
- Seguradoras – se oferecerem a cobertura de riscos, mediante a subscrição de contratos de seguro ou de resseguro;
- Empresas de Serviços Financeiros – se empreenderem quaisquer outras actividades de natureza financeira;
- Organismos de Investimento Colectivo – apenas se destinam a investidores não residentes no país, cujos nos activos apenas poderão figurar bens imobiliários ou valores mobiliários cabo-verdianos.

As IFI's são reguladas pelas Leis nº 43/III/88, de 27 de Dezembro e nº 60/VI/2005, de 18 de Abril e pelos DL nº 12/2005, de 7 de Fevereiro e nº44/2005, de 27 de Junho. A autorização do estabelecimento de uma IFI depende do seu reconhecido prestígio, da sua capacidade financeira e do seu enquadramento nos interesses do desenvolvimento cabo-verdiano. Em finais de 2007, haviam onze IFI's em pleno exercício, sendo nove em actividades bancárias e duas em actividades de gestão de fundos mobiliários.

#### **d) Empresas seguradoras e mediação de seguros**

O acesso à actividade seguradora em Cabo Verde rege-se pelo disposto no DL n.º52-F/90, de 4 de Julho, estando sujeita à supervisão do Banco de Cabo Verde. As actividades seguradoras só podem ser exercidas por seguradoras públicas e sociedades anónimas de responsabilidade limitada, desde que devidamente autorizadas. As seguradoras devem ter por objecto exclusivo o exercício da actividade de seguro directo e, eventualmente, de resseguro de ramos “Não Vida” e “Vida”, podendo exercer actividades conexas ou complementares de seguro ou resseguro. É de realçar que não é permitida a criação de sucursais de empresas seguradoras estrangeiras.

A mediação de seguros é regulamentada pelo DL – 101-P/90, de 23 de Novembro e DL – 133/92, de 30 de Novembro. São reguladas duas categorias de mediadores: agentes de seguros e corretor de seguros.

Existem actualmente duas companhias de seguros, A GARANTIA, Sarl e A IMPAR, Sarl e três corretores de seguros a operar no mercado cabo-verdiano – AGS - Corretores e Consultores de Seguros, Lda; PROTEGE – Corretora de Seguros, Lda; e Valor – Serviços Financeiros e de Riscos, SA.

#### **e) Intermediários financeiros em valores mobiliários**

As condições de acesso e de exercício das actividades de intermediação financeira em valores mobiliários é legislada pela Lei nº 53/V/98, de 11 de Maio, mas, não existe nenhum intermediário constituído em Cabo Verde. O exercício das actividades de intermediação financeira em valores mobiliários pode ser feito por pessoas singulares ou colectivas, mediante autorização prévia do Ministério das Finanças, depois de se encontrarem inscritos em registo especial organizado pela Auditoria Geral do Mercado de Valores Mobiliários. Actualmente, as actividades de intermediação financeira em valores mobiliários têm sido exercidas pelas instituições de créditos – Bancos.

Os intermediários deverão constituir-se como operadores de bolsa, sob a forma de sociedade anónima ou sociedade por quotas, para poderem desenvolver a actividade de intermediação na bolsa de valores. Estes operadores podem ser: corretor de valores mobiliários (exercício da actividade de intermediação na bolsa através do recebimento de ordens dos investidores e sua respectiva execução) ou corretor financeiro de valores mobiliários (exercício da actividade de intermediação na bolsa através do recebimento de ordens dos investidores e também por conta própria).

#### **f) Organismos de Investimento Colectivo**

O DL – 15/2005, de 14 de Fevereiro, regula os organismos de investimento colectivo. Podem ser constituídos os OIC seguintes, mediante autorização prévia do Banco de Cabo Verde:

- 1) Os fundos de investimento mobiliário;

- 2) Os fundos de investimento imobiliário;
- 3) Os fundos de pensões;
- 4) Os fundos de capital de risco;
- 5) Outras instituições que forem como tal autorizadas.

Os fundos referidos nos números 1), 2) e 3) cujos capitais foram obtidos junto do público, regem-se pelo DL 15/2005, de 14 de Fevereiro. Os fundos de capital de risco e os demais que sejam criados regem-se pela legislação especial.

Os fundos de investimento são classificados, em fechados e abertos, consoante a unidade de participação seja em número fixo ou variável, respectivamente, e em mobiliário e imobiliária, em função do objecto do seu investimento.

As Leis sobre OIC alicerçam-se no UCITS III (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities III*) da União Europeia, na legislação portuguesa e na legislação que vigora na OCDE, o que demonstra que são modernas e em concordância com as normas internacionais. Os OIC são supervisionados pelo Banco Central.

No ano 2007, foi autorizada a constituição de dois OIC: o Fundo Imobiliário que iniciou as actividades em Outubro e o Fundo de Investimento pertencente a uma sociedade gestora de fundos de investimentos.

#### **4.4.2 - Mercados de valores mobiliários**

Existe em Cabo Verde uma Bolsa de Valores estabelecida, em 1998, cuja sociedade gestora foi criada com um capital social exclusivamente público de 50 mil contos CVE. A Bolsa de Valores tem por objecto a realização de operações sobre valores mobiliários, nos termos fixados do DL n° 49/98, de 21 de Setembro.

A Auditoria Geral do Mercado de Valores Mobiliários (AGMVM) foi criada na dependência do Governador do Banco, do Ministro das Finanças e do Presidente da Bolsa de Valores. Compete-lhe supervisionar o mercado de valores mobiliários, ou seja, acompanhar a evolução dos mercados primário e secundário, de acções, obrigações e

outros valores mobiliários; inspeccionar a actividade da Bolsa de Valores e de todos os intervenientes no mercado; verificar o cumprimento das obrigações de informação ao público; determinar a admissão oficiosa à cotação de valores mobiliários; conceder o registo das ofertas à subscrição pública e das ofertas públicas de venda de valores mobiliários; autorizar ou proibir a realização de ofertas públicas de aquisição; e, regulamentar sobre as matérias que lhe sejam atribuídas por Lei.

A legislação cabo-verdiana distingue os seguintes instrumentos financeiros:

- Títulos consolidados de mobilização financeira;
- Títulos de participação;
- *Warrants* (apenas se acopladas a outro instrumento financeiro, obrigações);
- Unidades de participação que estão directamente relacionadas com OIC;
- Títulos consolidados de mobilização financeira (resultam da conversão do título de participação);
- Acções e Obrigações de tesouro e hipotecárias;
- Bilhetes de tesouro.

É de realçar a inexistência no mercado cabo-verdiano de instrumentos financeiros derivados, como futuros, opções, *swaps*, *forwards*, ou *collars*, que são importantes para o dinamismo de um centro financeiro internacional.

#### **4.4.3 - Autoridades de regulação e controlo**

Em Cabo Verde os poderes de regulação e controlo do sistema financeiro estão a cargo do Banco de Cabo Verde (com capital social de 200 milhões de CVE) e do Governo, através do Ministério das Finanças. Os poderes de superintendência, supervisão e disciplina, pertencem ao Banco de Cabo Verde. O Ministério das Finanças propõe a política financeira do Estado nos domínios monetário, cambial e de crédito, sob consulta ao Banco Central.

Alguma legislação relacionada com as instituições de crédito, parabancárias e IFI's tiveram como fonte de inspiração o Acordo de Basileia de 1988 e as 40 recomendações

da FATF/GAFI (*Financial Action Task Force on Money Laundering/Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux*) operadas, em Junho de 2003, o que demonstra a aposta cabo-verdiana no seguimento das normas internacionais.

O BCV nos termos da Lei Orgânica, Lei nº 10/VI/2002, de 15 de Julho, tem como atribuição principal a manutenção da estabilidade dos preços (através de títulos de regularização monetária, títulos de intervenção monetária e disponibilidade mínimas de caixa) e desempenha ainda, as funções que se seguem:

- Colaborar com o Governo na definição da política monetária e cambial, visando alcançar e manter a estabilidade dos preços;
- Executar de forma autónoma a política monetária e cambial de Cabo Verde;
- Deter e gerir as reservas de câmbio oficiais de Cabo Verde e agir como intermediário nas relações monetárias internacionais do Estado.

#### **4.4.4 - Tratamento fiscal**

Neste ponto, optamos por apresentar algumas vantagens fiscais (segundo a Lei nº 32/V/97, de 30 de Junho) para investidores externos e capitais mínimos exigidos na constituição das instituições financeiras em Cabo Verde. Destacamos as seguintes vantagens:

- É gratuito o registo, averbamento e emissão das certidões das IFI's;
- Isenção do Imposto Único sobre o Rendimento (IUR) sobre os lucros resultantes da alienação de unidades de participação dos fundos de investimento mobiliário;
- Redução de 50% da taxa do IUR em relação aos lucros produzidos pelos fundos de investimento mobiliário;
- Isenção de retenção na fonte às IFI's e do imposto sobre valor acrescentado às instituições financeiras;
- Isenção dos impostos municipais sobre património e SISA, derivados das aquisições de bens imóveis destinados à instalação das IFI's;
- Isenção de direitos, imposto de consumo e emolumentos gerais aduaneiros na importação de materiais e bens de equipamento que se destinam exclusivamente à instalação de IFI's;

- Isenção de IUR (excluindo as operações realizadas com residentes) até 31 de Dezembro de 2017 para IFI's;
- Isenção de taxas e impostos municipais e de imposto de selo (excluindo as operações realizadas com residentes) às IFI's;
- Eliminação da dupla tributação;
- Direito ao sigilo bancário, não aplicável apenas em casos de suspeita de branqueamento de capitais.

As instituições financeiras nacionais e internacionais devem possuir um capital social não inferior aos valores que se seguem (Portaria nº 19/2005, de 14 de Março):

**Quadro 4.3:** Capital social das instituições financeiras nacionais

<b>Instituição financeira</b>	<b>Capital social</b>
Bancos	300 Milhões CVE
Instituições especiais de crédito, natureza Caixa económica	70 Milhões CVE
Sociedades de investimento	100 Milhões CVE
Sociedades de capital de risco	60 Milhões CVE
Sociedades de locação financeira mobiliária	40 Milhões CVE
Sociedades de locação financeira imobiliária	50 Milhões CVE
Sociedades de locação financeira mista	60 Milhões CVE
Sociedades de desenvolvimento regional	60 Milhões CVE
Agências de câmbios*	5 Milhões CVE
Agências de câmbios**	20 Milhões CVE
Sociedades de gestão financeira	4 Milhões CVE
Sociedades de cessão financeira	40 Milhões CVE
Sociedades emitentes e gestoras de cartões de crédito	30 Milhões CVE
Sociedades gestoras de fundos de pensões	40 Milhões CVE
Sociedades de financiamento de vendas a crédito	70 Milhões CVE
Sociedades corretoras	10 Milhões CVE
Sociedades financeiras de corretagem	50 Milhões CVE
Sociedades mediadoras do mercado monetário e cambial	10 Milhões CVE

\* Dedicada apenas a compra e a venda de moedas estrangeira, cheques de viagens e a venda da numismática.

\*\* Prestam serviços de transferência de dinheiro de e para o exterior.

**Quadro 4.4:** Capital social das IFI's

<b>Instituição financeira</b>	<b>Capital social</b>
Bancos	150 Milhões CVE
Instituições especiais de crédito, natureza Caixa económica	70 Milhões CVE
Seguradoras dos ramos Vida e Não Vida, simultaneamente	25 Milhões CVE
Seguradoras do ramo Vida ou do ramo Não Vida	12,5 Milhões CVE
Sociedades de locação financeira, “ <i>factoring</i> ”	7,5 Milhões CVE
Sociedades de gestão financeira	5 Milhões CVE
Sociedades corretoras e mediadoras	2,5 Milhões CVE
Sociedades financeiras de corretagem	70 Milhões CVE
Outras sociedades: fixação casuística pelo Ministro das Finanças	

## **5 - CABO VERDE COMO CENTRO FINANCEIRO INTERNACIONAL**

Sendo Cabo Verde pobre, sem recursos naturais e com condições climatéricas pouco apropriadas ao desenvolvimento do sector primário, resta enveredar pelo sector dos serviços para alcançar alguma estabilidade económica e reduzir a pobreza. Assim, as políticas do Governo têm sido direccionadas para os serviços de telecomunicações, turismo e serviços financeiros.

Alguns estudos existentes sobre as pequenas economias, como o efectuado por Ndikumana (2000), comprovam a existência de uma relação positiva entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico, pelo que, o desenvolvimento do sector financeiro pode ser uma opção viável para o impulsionamento do crescimento em Cabo Verde. Contudo, tendo por base o exposto nos capítulos anteriores, é preciso analisar se Cabo Verde possui condições básicas para tal e se as apostas do Governo têm sido direccionadas para os requisitos exigidos a um CFI.

### **5.1 - Situação actual**

No capítulo 4 fizemos um levantamento da situação económica e financeira existente em Cabo Verde e das políticas e perspectivas de evolução. Constatámos que Cabo Verde apresenta um nível de crescimento macroeconómico considerável e possui estabilidade política e social. Estes factores são apontados por diversos autores como condições necessárias para a existência de uma plataforma financeira internacional.

Por outro lado, as Leis existentes no sector financeiro baseiam-se no Acordo de Basileia de 1988, nas 40 recomendações e propostas da FATF/GAFI demonstrando assim, a vontade do Governo em seguir as normas internacionais do sector financeiro. Existe uma relação fixa de paridade cambial do escudo cabo-verdiano ao Euro, o que concede maior estabilidade e credibilidade da moeda. O seguimento das normas internacionais e a estabilidade monetária, também são indicados como requisitos para um CFI.

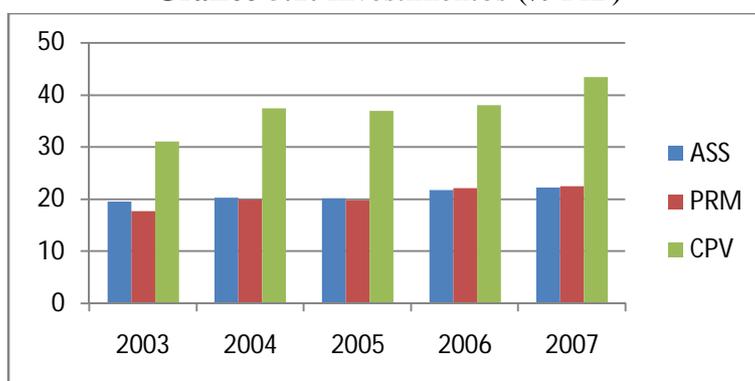
Além dos requisitos apontados nos parágrafos anteriores, também constituem atracção aos investimentos externos a existência de benefícios fiscais, mão-de-obra especializada, infra-estruturas básicas em boas condições (portos, aeroportos, estradas, etc.), boas redes de telecomunicações, boa localização geográfica, mercado interno competitivo e promissor, entre outras. Como vimos no capítulo anterior, as apostas fundamentais do Governo cabo-verdiano recaem sobre:

- Construção de estradas, de modo a facilitar as deslocações entre os centros populacionais;
- Modernização e construção de portos e aeroportos internacionais;
- Modernização do sistema educativo com aposta na formação básica e no ensino superior (a taxa de alfabetização em Cabo Verde é de 81,2%);
- Desenvolvimento do mercado interbancário, sendo criado, em 1999, a Sociedade Interbancária do Sistema de Pagamento (SISP) e, em 2000, o Sistema Integrado de Compensação Interbancária e Liquidação (SICIL), o que facilita as trocas e operações entre os bancos, trazendo maior comodidade na prestação dos serviços aos clientes;
- Uso de novas tecnologias em gestão pública e privada, Cabo Verde é considerado uma referência a nível Africano pela aposta em novas tecnologias;
- Criação e aprovação de legislação no sentido de conceder benefícios fiscais especiais, não só aos investidores externos como também a jovens investidores internos;
- Promoção da competitividade internacional pela abertura económica e assinatura de alguns acordos, como o Estatuto Especial Junto da União Europeia, criando condições especiais à exportação dos produtos cabo-verdianos e à circulação de pessoas, o que facilita a transferências de tecnologias e técnicas de gestão.

Como sabemos, Cabo Verde ocupa uma localização estratégica reconhecida desde o tempo dos descobrimentos, servindo como elo de ligação entre América-África-Europa, e em termos de integração regional Cabo Verde é membro do Banco Africano de Desenvolvimento, da Comunidade Económica dos Estados da África Ocidental e da União Africana. Estas organizações têm apoiado vários projectos de infra-estrutura no país, tanto a nível financeiro como suporte técnico. Pelo Gráfico 5.1 vemos que o nível de investimento em Cabo Verde (CPV) tem sido nestes últimos anos superior aos dos países vizinhos da África Subariana (ASS) e ao grupo de Países da África Subariana de Rendimento Médio<sup>14</sup> (PRM). A boa localização e a integração regional, também fazem parte das condições de desenvolvimento do sistema financeiro.

Pelo exposto nos parágrafos acima e nos capítulos anteriores podemos afirmar que, de acordo com os estudos existentes sobre as pequenas economias, Cabo Verde tem seguido o caminho certo em direcção à sua transformação num CFI. Mas, chamamos atenção pela crise financeira actual, em que alguns investigadores como Christensen (2009) e Bouzon (2009) apontam a existência de centro financeiro internacional/centro financeiro *offshore* como uma das causas da crise, defendendo mesmo a extinção. Pelo que, talvez seja preciso redefinir os requisitos exigidos, reforçar a regulamentação e aumentar a transparência nos CFI de modo a aumentar a confiança no sistema financeiro.

**Gráfico 5.1:** Investimentos (% PIB)



Fonte: FMI – Economic Outlook Sub-Saharan Africa APR 08

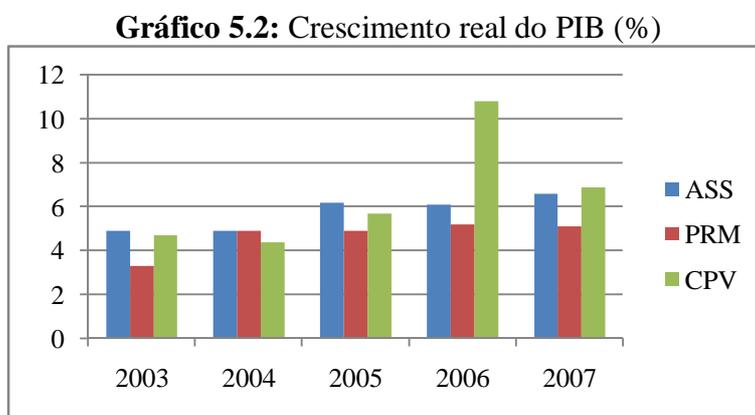
<sup>14</sup> Fazem parte: Botswana, Cabo Verde, Lesoto, Ilhas Maurícias, Namíbia, Ilhas Seychelles, África do Sul e Suazilândia.

## 5.2 - Cabo Verde versus países vizinhos

Cabo Verde deve promover-se como centro financeiro, não só na Europa mas também no Continente Africano, pois apresenta condições privilegiadas em relação aos países vizinhos da África Subariana (ASS) e dos Países da África Subariana de Rendimento Médio (PRM), em termos de crescimento e estabilidade económica. Comprovamos isso, pela análise dos Gráficos 5.2, 5.3 e 5.4: o crescimento médio do PIB real em Cabo Verde nos últimos 5 anos é de 6,5%, valor superior à média dos países ASS e PRM; a média da inflação é de 1,9%, valor muito inferior à média dos países da ASS e PRM; e o rácio da massa monetária pelo PIB apresenta uma média de 79,48%. Assim, Cabo Verde apresenta melhores condições económicas para atrair o investimento externo, comparando com os países vizinhos.

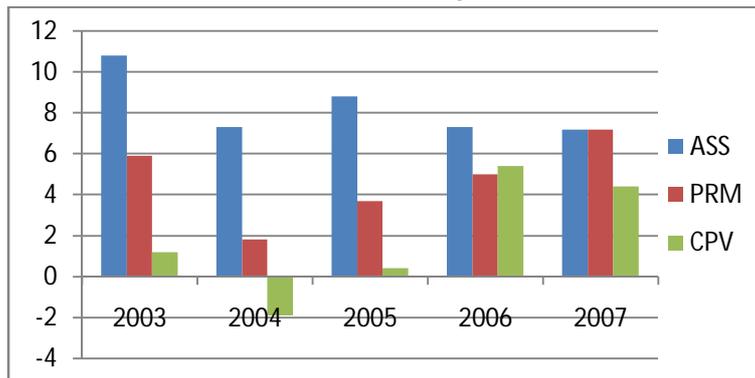
Sabemos que grande número dos países Africanos são pobres e têm enfrentado situações de crise, contudo podemos encontrar investidores que procuram um país estável para aplicarem as suas riquezas e Cabo Verde pode ser uma boa opção. O exemplo disso é a abertura, no ano 2008, de um banco constituído por capitais de investidores Africanos – Banco Africano de Investimentos.

Mas, chamamos atenção pela pertinência de um estudo quantificável dos benefícios da promoção de Cabo Verde como centro financeiro direccionado ao mercado Africano. Uma vez que, a nossa análise baseou apenas na comparação do nível de desenvolvimento e estabilidade económica.



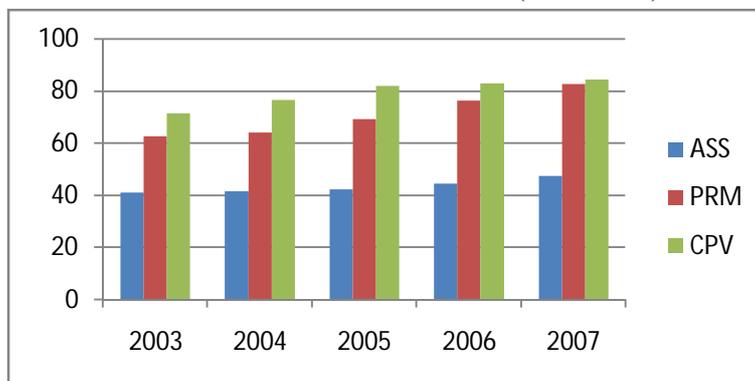
Fonte: FMI – Economic Outlook Sub-Saharan Africa APR 08

**Gráfico 5.3: Inflação (%)**



Fonte: FMI – Economic Outlook Sub-Saharan Africa APR 08

**Gráfico 5.4: Massa monetária (% do PIB)**



Fonte: FMI – Economic Outlook Sub-Saharan Africa APR 08

### 5.3 - Síntese

Apesar destes passos significativos nas reformas legislativas, criação de infra-estruturas e modernização do sistema financeiro, Cabo Verde tem pela frente, um longo caminho a percorrer para atingir o patamar de um CFI capaz de competir com os outros centros e fazer dos serviços financeiros, um dos impulsionadores do desenvolvimento socioeconómico. Como algumas dificuldades, destacamos:

- Fraca promoção do sector dos seguros e pensões;
- Dívida externa elevada que pode ser um desincentivo ao investimento;

- Riscos associados à abertura económica, levando a que choques negativos a nível externo tenham efeito imediato e directo na economia, como a volatilidade do euro-dólar ou o abrandamento do crescimento económico Europeu;
- Pequena dimensão da economia cabo-verdiana, o que dificulta o desenvolvimento de concorrência no mercado monetário;
- Sistema financeiro caracterizado por alto peso e fraca competição do sector bancário, e fraca diversificação das actividades e instrumentos financeiros, o que influencia negativamente a eficiência da intermediação financeira e desencoraja o aparecimento de novos produtos e investidores financeiros;
- Fraco interesse e cultura populacional em diversificar os investimentos, sendo a maioria das poupanças aplicadas em depósitos bancários a prazo;
- Dispersão entre as ilhas, o que eleva os custos de deslocação e dificulta o aproveitamento da economia de escala.

Com este capítulo procurámos fazer apenas um apanhado sucinto da possibilidade de transformar Cabo Verde num CFI, deixando em aberto a realização de um estudo futuro, onde investigaremos detalhadamente o sistema financeiro cabo-verdiano, comparando-o com o sistema financeiro de CFI's de sucesso, que tiveram passados económicos e sociais idênticos ao de Cabo Verde, e também analisaremos em termos quantitativos, as vantagens para Cabo Verde de se transformar num CFI.

## **6 - DETERMINANTES FINANCEIROS DO INVESTIMENTO EM CABO VERDE**

Os determinantes da decisão do investimento nos países menos desenvolvidos, não são necessariamente os mesmos que nos países industrializados, pois nestes países existem problemas específicos, resultantes de uma macroeconomia e estabelecimento institucional diferente, como repressão financeira, falta de divisa externa, infra-estruturas insuficientes e significativa instabilidade económica, Rama (1990).

Sioum (2002) sustenta que, os modelos convencionais do investimento apesar de terem explicado com sucesso o investimento agregado nos países industrializados, não são de aplicação directa nos países subdesenvolvidos. Apresenta dois motivos para tal: o primeiro, é a nível técnico e diz respeito à escassez de dados em relação às principais variáveis como, salário, stock do capital, taxas de juro real e preços do mercado bolsista; o segundo, está relacionado com a assunção por estes modelos convencionais da existência de um mercado de capital perfeito, inexistência de restrições de liquidez e exclusão do papel do governo.

Outros investigadores da economia dos países em desenvolvimento, como Mckinnon (1973) e Shaw (1973), defendem a hipótese de que o investimento nestes países pode estar positivamente associado à acumulação de poupança. Esta hipótese baseia-se no pressuposto de que o limitado acesso ao crédito nos países em desenvolvimento, força os investidores a acumularem um saldo real da moeda suficiente para iniciar projectos. Este ponto de vista estabelece uma relação positiva entre a taxa de juro real e o investimento, contrariando a teoria Neoclássica, pela qual, altas taxas de juro aumentam o custo do capital o que reduz o investimento (Ndikumana, 2000).

## 6.1 - Especificação do modelo e teoria económica das variáveis

### 6.1.1 - Definição do modelo

Vários autores têm apresentado modelos que explicam o comportamento do investimento nos países em desenvolvimento, tendo como ponto de partida o modelo neoclássico (efeito acelerador<sup>15</sup>), mas com a reformulação devida, incorporando variáveis que supostamente estão associadas ao investimento nestes países. De entre estes modelos destacamos os seguintes:

#### a) Modelo de investimento privado utilizado por Ndikumana (2000):

Neste modelo a variável investimento é determinada pelas variáveis seguintes: investimento desfasado; taxa de crescimento real do PIB *per capita* (capta o efeito acelerador); produto do índice de desenvolvimento financeiro (crédito privado, crédito bancário e passivo líquido) por taxa de crescimento real do PIB *per capita*, mede o reforço do efeito acelerador do desenvolvimento financeiro no investimento; variáveis de controlo, da qual fazem parte o consumo do governo, a taxa de juro de empréstimo e o fluxo do comércio (medido pela importação mais exportação); e, efeito específico de cada país. Todas as variáveis estão desfasadas, em percentagem do PIB (à excepção da taxa de crescimento real do PIB *per capita* e da taxa de juro de empréstimo) e em logaritmo à excepção da taxa de crescimento real do PIB *per capita*.

$$I_{i,t} = \beta I_{i,t-1} + \phi y_{i,t-1} + \theta (FINDEX_{i,t-1} * y_{i,t-1}) + \tau X_{i,t-1} + \alpha_i + \gamma_{i,t} \quad (1)$$

$$\gamma_{i,t} = \rho \gamma_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Com,

$$FINDEX_{it} = \frac{1}{m} \sum_{j=1}^m \left[ 100 * \left( \frac{F_{j,it}}{\bar{F}_j} \right) \right] \quad (2)$$

---

<sup>15</sup> Refere-se ao efeito positivo do crescimento do PIB no investimento, ou seja, o nível de investimento depende da variação do produto esperado. O modelo neoclássico assume o pressuposto da existência de concorrência perfeita e da produção de pleno emprego. Dos determinantes do investimento, considerado por este modelo, exemplificamos: taxa de crescimento real do PIB (capta o efeito acelerador), taxa de juro e taxa depreciação do investimento (captam o custo de capital), taxa de salários (capta o custo da mão-de-obra), política fiscal e monetária e preços. Para mais detalhes, consultar: Dale (1963), Sheffrin et al (1988) e Gordon (1990).

Onde,

$I$  – Investimento em percentagem do PIB;  $y$  – Crescimento real do PIB *per capita*;  $X$  – Variáveis de controlo (consumo do governo em percentagem do PIB, taxa de juro de empréstimo e fluxo do comércio em percentagem do PIB);  $\alpha$  – Efeitos fixos de cada país,  $FINDEX$  – Índice de desenvolvimento financeiro;  $F$  – Indicador do desenvolvimento financeiro (crédito privado, crédito bancário e passivo líquido);  $\bar{F}$  – Média da amostra do indicador  $j$ ;  $m$  – Número dos indicadores incluídos no índice.

Ndikumana (2000) estudou os determinantes financeiros do investimento doméstico da África Subsariana, utilizando para o efeito dados em painel de 30 países<sup>16</sup>. Este estudo foi suportado em dois princípios: (i) o desenvolvimento financeiro facilita a canalização dos recursos entre poupança e investimento, conduzindo ao aumento dos fundos disponíveis ao investimento; (ii) um sistema financeiro eficiente reduz os custos e riscos do investimento, o que estimula a acumulação de capitais.

O autor constatou a existência de relação positiva entre o investimento doméstico e os indicadores do desenvolvimento financeiro (crédito bancário, crédito privado e passivo líquido), crescimento do PIB real *per capita* e o fluxo comercial (medido pela exportação e importação). Os resultados não foram evidentes quanto ao efeito negativo do consumo do governo no investimento (como algumas teorias o sugerem) e a relação negativa entre as taxas de juro e o investimento não foi significativa.

**b) Modelo definido por Giuliano e Ruiz-Arranz (2005) para a avaliação do impacto das remessas no investimento, em países em desenvolvimento:**

O investimento está definido em função de: investimento desfasado; remessas; nível de desenvolvimento do mercado financeiro (medido por créditos privados, créditos bancários, passivos líquidos e depósitos em moedas estrangeiras); produto do nível de desenvolvimento financeiro pelas remessas, o que permite avaliar o impacto marginal das remessas no investimento através do desenvolvimento financeiro; e por efeito específico do tempo e efeito fixo de cada país. O efeito acelerador é captado pela taxa de crescimento real do PIB *per capita*. Todas as variáveis estão em função do PIB, à

---

<sup>16</sup> Benim, Burundi, Burquina Faço, Botsuana, Camarões, Cabo Verde, República Centro Africano, Chade, Congo, Costa do Marfim, Gabão, Gâmbia, Gana, Quênia, Lesoto, Malawi, Mali, Maurícias, Mauritânia, Níger, Nigéria, Ruanda, Senegal, Seicheles, Serra Leoa, África do Sul, Suazilândia, Togo, Zâmbia e Zimbabué.

excepção da taxa de crescimento real do PIB *per capita* e da taxa de juro de empréstimos.

$$I_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 I_{i,t-1} + \beta_2 Rem_{i,t} + \beta_3 FinDev_{i,t} + \beta_4 (Rem_{i,t} * FinDev_{i,t}) + \beta_5 Z_{i,t} + \mu_t + \varphi_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Onde:

$I$  – Investimento em percentagem do PIB;  $Rem$  – Remessas em percentagem do PIB;  $FinDev_{i,t}$  – Nível de desenvolvimento do mercado financeiro (inclui o crédito ao sector privado, crédito bancário, passivos líquidos e depósitos em moedas estrangeiras, todas em percentagem do PIB);  $Z_{i,t}$  – Variáveis de controlo (inclui taxa de crescimento real do PIB *per capita* e taxa de juro de empréstimo);  $\mu_t$  – Efeitos específicos do tempo;  $\varphi_i$  – Efeitos fixos não observados de cada país;  $\varepsilon_{i,t}$  – Termo de erro.

Utilizando dados em painel de 100 países, concluíram que o impacto marginal das remessas nos investimentos é largamente positivo em todos os níveis de desenvolvimento financeiro. Contudo, as remessas têm maior impacto no investimento, em países com menor desenvolvimento financeiro.

**c) Modelo sugerido por Dehn (2000) na análise do investimento privado em países subdesenvolvidos:**

Neste modelo, o investimento é determinado por: investimento em percentagem do PIB desfasado; taxa de crescimento real do PIB desfasado e actual; variáveis de controlo (taxa de juro real doméstica, preço real do capital das mercadorias, investimento público em função do PIB, percentagem do crédito no sector privado e uma *dummy* representando as restrições da conta de capital); e, *dummy* correspondente a possíveis influências sazonais. O efeito acelerador é capturado pela taxa de crescimento real do PIB *per capita* desfasada e actual.

$$\ln I_t = \rho \ln I_{t-1} + \beta Y_t + \beta_1 Y_{t-1} + \gamma_p X_t + d_t + v_t \quad (4)$$

Sendo definido como:

$$\gamma_p X_t = \gamma_1 \ln r_t + \gamma_2 \ln RPK_t + \gamma_3 \ln Pub_t + \gamma_4 \ln cp_t + \gamma_5 KAR_t \quad (5)$$

Com,

$I$  – Investimento em percentagem do PIB;  $Y$  – Taxa de Crescimento Real do PIB;  $d$  – *Dummy* representando possíveis influências sazonais;  $r$  – Taxa de juro real doméstica;  $RPK$  – Preço real do capital das mercadorias;  $Pub$  – Rácio entre o investimento público e o PIB;  $cp$  – Percentagem do crédito no sector privado;  $KAR$  – *Dummy* da restrição da conta capital.

Usando uma base de dados compreendida entre 1971 e 1992, para 44 países subdesenvolvidos, sendo 20 Africanos e 24 não Africanos, Dehn (2000) concluiu que: (i) a influência do investimento público sobre o privado é estatisticamente próximo de zero, atestando assim a não substituição ou complemento do investimento privado pelo público; (ii) o efeito acelerador é forte nos países subdesenvolvidos; (iii) a taxa de juro apesar de não ser significativa entra na regressão com o sinal correcto (negativo); (iv) o preço real do capital das mercadorias e a restrição da conta capital têm uma relação significativa e negativa com o investimento privado; (v) o crédito privado tem alto nível de significância no modelo OLS, mas nos modelos de Efeitos Fixos - FE (WG) e Momentos Generalizados - SYS-GMM<sup>17</sup> não é significativa.

Alicerçando nos modelos anteriores e nos vários estudos existentes sobre o investimento nos países subdesenvolvidos (por exemplo: Sioum (2002) e Rama (1990)), com algumas adaptações, tendo em vista a especificidade cabo-verdiana (inclusão de outras variáveis) e os dados a serem utilizados (séries temporais), propomos as variáveis seguintes para o estudo do determinante financeiro do investimento:

$$ivt = f(cb, m3, cp, dy, r, x, m, re, if, sd, cg)$$

Sinais esperados  $\Rightarrow$  + + + + - + - + - - -

<sup>17</sup> OLS – Ordinary Least Squares; FE(WG) – Fixed Effects Within Groups; SYS – GMM – System Generalized Method of Moments

Onde,

$ivt$  – Investimento em percentagem do PIB;  $d\gamma$  – Taxa de crescimento real do PIB *per capita*;  $m3$  – Passivo líquido em percentagem do PIB;  $cp$  – Crédito privado em percentagem do PIB;  $cb$  – Crédito bancário em percentagem do PIB;  $re$  – Remessas dos emigrantes em percentagem do PIB;  $cg$  – Consumo do governo em percentagem do PIB;  $x$  – Exportação em percentagem do PIB;  $m$  – Importação em percentagem do PIB;  $if$  – Taxa de inflação (PIB deflator);  $sd$  – Serviço da dívida em percentagem da exportação de bens, serviços e rendimentos;  $r$  – Taxa de juro de empréstimo.

Dividimos as variáveis em cinco grupos diferentes: (i) engloba os factores financeiros: crédito privado, crédito bancário e passivo líquido; (ii) inclui as variáveis convencionais do modelo neoclássico do investimento, com o efeito acelerador capturado pela taxa de crescimento real do PIB *per capita* e o custo do investimento representado pela taxa de juro de empréstimo; (iii) abrange os factores referentes à abertura económica: importação, exportação, serviço da dívida e remessas dos emigrantes; (iv) compreende as variáveis relacionadas com as políticas do governo e a estabilidade macroeconómica: consumo do governo e inflação; (v) engloba todas as variáveis de controlo propostas: taxa de crescimento real do PIB *per capita*, taxa de juro de empréstimo, importação, exportação, serviço da dívida, remessas dos emigrantes, consumo do governo e inflação.

Esta segmentação é estabelecida com o intuito principal de reconhecer qual o indicador financeiro com maior peso no investimento e por outro lado, apurar em qual destes factores: políticas do governo e estabilidade macroeconómica, abertura económica e variáveis convencionais do modelo neoclássico de investimento, em conjunto com o indicador financeiro têm maior efeito no impulsionamento do investimento. Pretendemos assim, identificar onde deve recair a aposta do governo quando pretende impulsionar o investimento através da variável financeira. Ainda, queremos verificar de entre as variáveis propostas pelos vários estudos relacionados com o investimento nas pequenas economias, quais têm significância estatística em conjunto com o indicador financeiro na justificação do investimento e constatar até que ponto o comportamento do investimento em Cabo Verde se assemelha ao dos outros pequenos países.

Utilizamos as variáveis crédito privado, crédito bancário e passivo líquido como indicadores do desenvolvimento financeiro, visto que, o **crédito privado** mede a dependência do sector privado para financiar o consumo, o capital humano e o investimento, o **crédito bancário** indica a quantidade de intermediação realizada pelo sistema bancário na concessão do crédito no sector público e privado e o **passivo líquido** avalia a quantidade da moeda e do juro passivo dos bancos e instituições não financeiras e também a intermediação financeira realizada pelo Banco Central, bancos comerciais e outras instituições financeiras.

No nosso modelo não incluímos a variável taxa de câmbio real, apesar da sua importância na medição da importação de bens intermediários e capitais nos países subdesenvolvidos, pois o principal mercado cabo-verdiano é a Zona Euro e existe um pacto de convertibilidade dos escudos cabo-verdiano com o Euro. Achamos assim, não se justificar a inclusão desta variável. Reconhecemos a significância da variável preço real do capital das mercadorias na justificação do investimento, mas não a incluímos no nosso modelo, devido à falta de observações.

### **6.1.2 - Teoria económica das variáveis**

Apresentamos seguidamente, as relações esperadas entre as variáveis utilizadas no nosso estudo, à luz das inúmeras investigações efectuadas sobre as pequenas economias:

#### a) Taxas de juro

Testes empíricos, como os realizados por, Sioum (2002) e Roache (2006), tiveram pouco sucesso em estabelecer uma relação negativa robusta entre a taxa de investimento e as taxas de juro nos países subdesenvolvidos. Contudo, segundo a teoria neoclássica, altas taxas de juro aumentam o custo de capital, o que reduz a taxa de investimento, ou seja, há uma relação negativa entre a taxa de juro e o investimento.

#### b) Inflação

Altas taxas de inflação têm caracterizado muitos países Africanos. Os estudos demonstram que taxas de inflação elevadas influenciam negativamente o investimento, através do aumento da incerteza no ambiente macroeconómico, desencorajando assim, as empresas a investir em projectos de longo prazo e as instituições financeiras em conceder créditos de longo prazo.

#### c) Importação/Exportação

O volume do comércio afecta positivamente o investimento nos países Africanos Subsarianos quer através da exportação, quer através da importação. Um aumento nas exportações causa um crescimento das trocas externas, que são necessárias para expandir o mercado dos produtos domésticos, o que estimula o investimento. Por sua vez, o aumento da importação pode impulsionar o investimento, se implicar um melhor acesso aos produtos para investimento no mercado internacional, mas se a importação se traduzir apenas em consumir os produtos importados, pode desencorajar o investimento doméstico.

#### d) Débito externo

Estudos, como os realizados por, Ndikumana (2000) e Sioum (2002) apontam para influências negativas dos débitos externos no investimento doméstico dos países da África Subsariana sob várias formas, das quais destacamos: débitos elevados, indica que uma parte significativa do produto interno é usada para pagar as dívidas, o que desincentiva o investimento doméstico e também aumenta a incerteza no ambiente macroeconómico, que tem repercussões negativas no investimento.

#### e) Consumo do governo

O consumo do governo afecta o investimento nos países subdesenvolvidos de várias formas, das quais salientamos três: primeiro, devido ao reduzido mercado nestes países, o consumo do governo reduz os fundos disponíveis para o investimento; segundo, pode haver um agravamento dos impostos para satisfazer o aumento do consumo do governo o que desencoraja o investimento privado; terceiro, o financiamento das despesas do governo através do empréstimo doméstico e/ou estrangeiro, pode afastar o investimento

privado pelo efeito na inflação e acumulação da dívida, criando um ambiente de incerteza para os negócios. Por outro lado, o consumo do governo pode influenciar positivamente o investimento, pelo princípio do acelerador. O efeito líquido é teoricamente controverso.

f) Remessas dos emigrantes

Giuliano e Ruiz-Arranz (2005) concluíram que as remessas têm impacto positivo no investimento em países subdesenvolvidos, visto que, aliviam as barreiras ao crédito para os pobres, aumentam o capital disponível e fortalecem o fraco desenvolvimento financeiro, incitando assim o investimento.

g) Índice de desenvolvimento financeiro (crédito privado, passivo líquido e crédito bancário)

Existe uma relação positiva entre o desenvolvimento financeiro e o investimento, demonstrada, em especial, através dos serviços prestados pelos intermediários financeiros aos investidores. Os Intermediários financeiros reduzem o risco da liquidez e os custos de monitorização e encaminham os créditos a certos grupos de investidores que não os conseguiriam sem a intermediação. Assim, quanto maior a eficiência da intermediação financeira/desenvolvimento financeiro, maior será a taxa de investimento. Ndikumana (2000) defende que o baixo investimento nos países em desenvolvimento, deve-se em grande parte à: fraca intermediação financeira, limitado número de instrumentos financeiros, ineficientes práticas de empréstimos, limitado empréstimos de longo prazo e sobreposição do empréstimo público para o consumo em relação ao privado.

h) PIB *per capita*

Com o crescimento do PIB *per capita* é esperado que os consumidores aumentem as suas despesas. Esta mudança nas despesas impulsionará a procura de novos produtos e serviços, levando as empresas a quererem aumentar a produção. Para concretizar este aumento as empresas precisam ampliar a capacidade produtiva através de investimentos. Assim, há uma relação positiva entre o PIB *per capita* e o investimento.

## 6.2 - Origem dos dados e factos estilizados

As variáveis serviço da dívida e taxa de juro de empréstimos foram obtidas do CD - *World Development Indicators 2007 (World Bank)*, e as restantes foram retiradas do CD - *World Africa Indicators – 2006 (World Bank)*, para o período 1982 a 2004. As variáveis estão em percentagem do PIB, exceptuando: taxa de juro de empréstimos (percentagem anual), serviço da dívida (percentagem da exportação de bens, serviços e rendimentos), PIB *per capita* (taxa de crescimento real anual) e taxa de inflação (PIB deflator, índice 1995). Apesar de termos encontrado outras fontes de dados com período de amostra maior, optámos por estas, visto incluírem todas as variáveis que pretendemos analisar (o que não se verificou em relação às outras fontes) e utilizam as mesmas metodologias de cálculo. Apresentamos no Apêndice C, a informação sobre a composição das variáveis.

O Quadro 6.1 e o Gráfico 6.1 evidenciam o comportamento das variáveis ao longo do período examinado (ver os dados no Apêndice D). Dividimos a nossa base de dados em três ciclos (1982-1990, 1991-1996 e 1997-2004), tendo em atenção os períodos eleitorais, abertura do sector financeiro à actividade privada e privatizações de algumas empresas públicas.

Verificamos que o investimento apresenta algumas oscilações com tendência decrescente. O período de 1982-1990 corresponde ao de maior investimento (média anual de 38,57% do PIB), justificado por obras públicas (investimento público 30,62% do PIB) realizadas com o apoio financeiro externo.

Os indicadores financeiros (crédito privado, crédito bancário e passivo líquido) tiveram desenvolvimento positivo, fundamentado pela crescente aposta do Governo na modernização, liberalização, regulação e internacionalização da praça financeira o que conduziu ao incremento de instituições financeiras e participação privada. Mesmo com tendência crescente da taxa de juro de empréstimo, o crédito bancário aumentou durante o período em análise.

O desempenho geral da economia apresenta dinâmica positiva e alguma estabilidade, evidenciado pelo crescimento real do PIB *per capita* e pela baixa taxa de inflação, chegando mesmo à situação de deflação em 2000. O crescimento real do PIB *per capita*, tem sido favorecido pelo abrandamento dos níveis de inflação, dinamização da actividade económica interna, aumento do Investimento Directo Estrangeiro e conjuntura internacional propícia.

Fluxo internacional (soma entre importação e exportação) é crescente, suportado pela aposta na globalização e no turismo e pela forte dependência da economia cabo-verdiana em relação à importação.

As remessas de emigrantes, com peso médio anual de 15,77% do PIB, para o período 1982 -2004, têm vindo a decrescer devido: à conjuntura internacional (aumento de barreiras à emigração e do desemprego nos países acolhedores); aos emigrantes em alguns países (EUA) serem da quarta ou quinta geração, reduzindo assim a identificação e ligação social com Cabo Verde; ao aumento de oportunidades em Cabo Verde, com efeito no alívio da pressão sobre emigração; e, ao crescimento contínuo dos rendimentos, que reduz a necessidade dos emigrantes em completar os ganhos dos familiares em Cabo Verde, (Ronci et al, 2008).

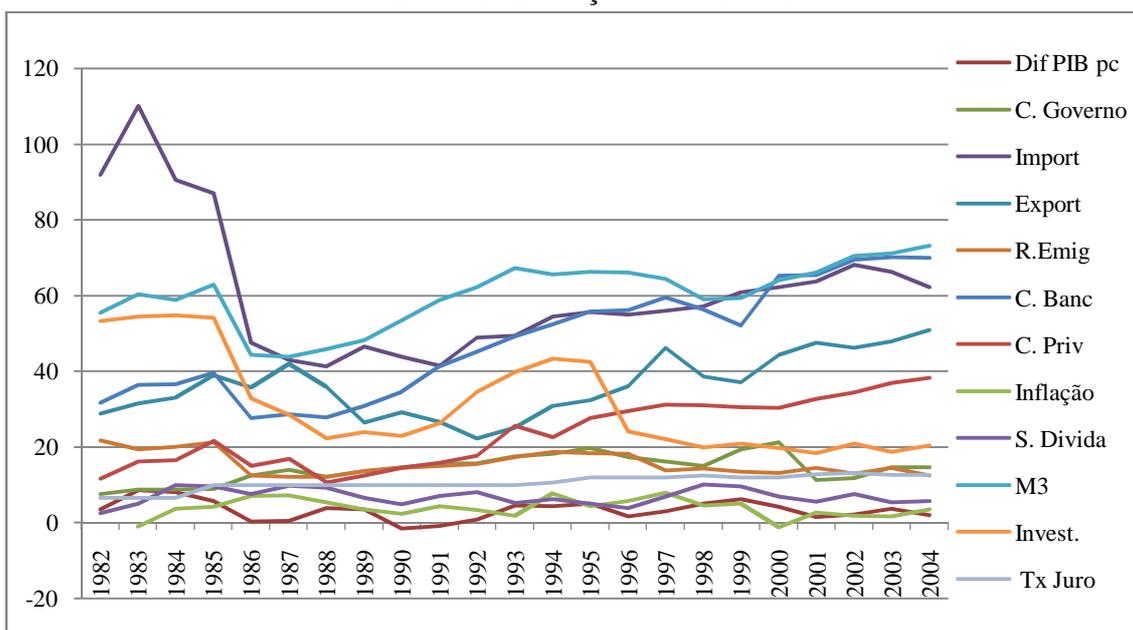
**Quadro 6.1:** Evolução de algumas variáveis

Período	Investimento (% PIB)	M3 (% PIB)	% Δ PIB <i>per capita</i>	Flx Externo (% PIB)	Remessas (% PIB)	Tx Inflação (PIB deflat)
1982-90*	38,57	52,53	3,57	100,32	16,39	4,05
1991-96*	35,05	64,29	2,52	79,58	17,22	4,55
1997-04*	20,09	65,92	3,42	106,88	13,69	3,23

Fonte: World Development Indicators 2007 (World Bank), World Africa Indicators – 2006 (World Bank) e Cálculos do Autor.

\* Os valores correspondem a média do intervalo.

**Gráfico 6.1:** Evolução das variáveis



Fonte: World Development Indicators 2007 (World Bank), World Africa Indicators – 2006 (World Bank) e Cálculos do Autor

## 6.3 - Metodologia de estimação e análise dos resultados

### 6.3.1 - Identificação da ordem de integração das variáveis

Para não cairmos na obtenção de relações espúrias, começámos por fazer o estudo da característica de estacionaridade das variáveis a incluir nos nossos modelos. Existem vários testes desenvolvidos para o estudo da estacionaridade. Utilizámos os testes ADF (*Augmented Dickey-Fuller*) e KPSS (*Kwiatkowski, Peter, Schmidt e Shin*):

a) O teste ADF deriva do teste de raízes unitárias proposto por Dickey e Fuller<sup>18</sup>, consiste de modo geral na estimação da equação:

$$\Delta y_t = \mu + \beta t + \gamma y_{t-1} + \phi_i \sum_{i=1}^p \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (6)$$

<sup>18</sup> Dickey e Fuller (1979), referenciado por Greene (2008)

Em que,  $y_t$  corresponde à variável em estudo,  $\mu$  é a constante e  $t$  é a tendência linear. O número de defasamentos a incluir ( $p$ ) é o suficiente para eliminar a presença da auto-correlação dos erros.

É testada a hipótese,  $H_0: \gamma = 0$  (não estacionária), contra a hipótese  $H_A: \gamma < 0$  (estacionária), usando  $t_{est} = \frac{\hat{\gamma}-1}{\hat{\sigma}_\gamma}$ . Dado um nível de significância  $\alpha$ , aceita-se a hipótese de estacionaridade se:  $t_{est} > t_{crit}$ .

O teste ADF inclui defasamentos da variável dependente na equação, permitindo a correção da presença de auto-correlação dos erros, visto as inferências estatísticas pressuporem erros do tipo “white noise”. Recorremos ao procedimento *uradf.src* disponível no *RATS* (o *software* utilizado nesta parte do estudo) para análise da estacionaridade, uma vez que o *adf.src* indica o valor crítico associado ao número de observações apenas para o nível de significância de 5%.

b) O teste KPSS consiste em testar a não estacionaridade contra a hipótese nula da estacionaridade<sup>19</sup>:

$$y_t = \mu + \beta t + \gamma \sum_{i=1}^t z_i + \varepsilon_t; \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (7)$$

$$KPSS_{est.} = \frac{\sum_{t=1}^T E_t^2}{T^2 \hat{\sigma}^2} \quad (8)$$

Onde,  $y_t$  representa a variável em estudo,  $\mu$  é a constante,  $t$  é a tendência linear,  $\varepsilon_t$  é uma série com “white noise” e  $z_t$  é uma série estacionária independente e identicamente distribuída com média zero e variância um.

A hipótese  $H_0: \gamma = 0$  (estacionária) é testada contra a hipótese  $H_A: \gamma \neq 0$  (não estacionária), usando o valor da estatística KPSS<sup>20</sup>. Dado um nível de significância  $\alpha$ , não é excluída a hipótese de estacionaridade se:  $KPSS_{est} < KPSS_{crit}$ . O teste KPSS

<sup>19</sup> Greene (2008)

<sup>20</sup> Mais detalhes sobre o  $KPSS_{est}$ , em Greene (2008), pg. 755.

necessita do uso de um parâmetro, cujo valor é normalmente tomado como igual ao  $p$  da equação (6), de modo a que  $\hat{\sigma}^2$  estabilize.

Usámos o procedimento *kpss.src*, disponível no RATS, na execução deste teste. Efectuámos o teste KPSS para reforçar a conclusão do estudo.

No Quadro 6.2 apresentamos os resultados dos testes da estacionaridade às variáveis propostas no nosso modelo. Começámos pela utilização do teste ADF, para examinarmos as componentes determinísticas (constante e/ou tendência linear) e os *lags* das variáveis, seguidamente, de acordo com as conclusões, aplicámos os testes ADF e KPSS para verificar a hipótese aceite. Os resultados dos dois testes são praticamente coincidentes em relação a todas as variáveis.

Em resumo: para a variável investimento pelo teste ADF é aceite a hipótese alternativa (estacionária) só à significância de 10% e pelo teste KPSS não é excluída a hipótese alternativa (não estacionária), pelo que a variável é não estacionária; a variável taxa de crescimento real do PIB *per capita* pelo teste ADF aceita a hipótese nula (não estacionária) e pelo teste KPSS não exclui a hipótese nula (estacionária) à significância de 10%. A fim de ultrapassar esta discrepância recorreremos à análise gráfica, aos outros testes disponíveis no RATS<sup>21</sup> (resultados não apresentados neste trabalho) e também ao facto dos vários estudos apontarem esta variável como não estacionária, assim, aceitámos a hipótese da não estacionaridade; as variáveis taxas de inflação e o serviço da dívida são estacionárias ao nível de significância de 1%, pelo teste ADF, e pelo KPSS não é excluída a hipótese nula (estacionária) à significância de 10%, pelo que são estacionárias; e, para as restantes variáveis não é aceite a hipótese de estacionaridade tanto pelo teste ADF como pelo teste KPSS.

Em relação às variáveis não estacionárias, calculámos a primeira diferença, de modo a verificar se têm raiz unitária, ou seja, se estamos perante série I (1). Os resultados dos

---

<sup>21</sup> Testes disponíveis no RATS: PPUNIT.SRC e URAUTO.SRC, in Enders (1996)

testes ADF e KPSS aplicados às primeiras diferenças, expostos no Quadro 6.3, evidenciam integração de ordem um, I (1), para todas as variáveis testadas.

**Quadro 6.2:** Testes ADF e KPSS às variáveis

Variáveis	ADF	KPSS		Lag	CD	Conclusão
	$t_{ADF}$	$\eta_{\mu}$	$\eta_{\tau}$			
Investimento total (% do PIB)	- 1,64*	1,22		0	--	Não Estacionária
Crédito Bancário (% do PIB)	- 2,17		0,22	0	T	Não Estacionária
Passivo líquido (% do PIB)	0,58	1,21		0	--	Não Estacionária
Crédito Privado (% do PIB) <sup>22</sup>	- 2,16		0,25	0	T	Não Estacionária
Consumo Governo (% do PIB)	- 2,40	1,02		0	C	Não Estacionária
Tx $\Delta$ real do PIB <i>per capita</i>	- 1,59	0,18 <sup>++</sup>		0	--	Não Estacionária
Tx juro empréstimo	- 1,94	1,88		0	C	Não Estacionária
Exportação (% do PIB)	0,71	1,08		0	--	Não Estacionária
Importação (% do PIB)	- 2,58		0,14	4	T	Não Estacionária
Remessas emigrat. (% do PIB)	- 2,49	0,57		0	C	Não Estacionária
Serviço dívida (% Export.)	-4,17 <sup>***</sup>	0,08 <sup>++</sup>		1	C	Estacionária
Taxa Inflação (PIB deflator)	-3,82 <sup>***</sup>	0,19 <sup>++</sup>		0	C	Estacionária

Fonte: Cálculos do autor CD – Componente Determinística T – Tendência C – Constante

\*\*\* Significância de 1%; \*\* Significância de 5%; \* Significância de 10%

++ Significância de 10%; + Significância de 5%

**Quadro 6.3:** Testes ADF e KPSS à primeira diferença das variáveis

Variáveis	ADF	KPSS		Lag	CD	Conclusão variáveis em níveis
	$t_{ADF}$	$\eta_{\mu}$	$\eta_{\tau}$			
Investimento total (% do PIB)	- 3,47 <sup>***</sup>	0,12 <sup>++</sup>		0	--	Raiz Unitária
Crédito Bancário (% do PIB)	- 4,52 <sup>***</sup>	0,09 <sup>++</sup>		0	--	Raiz Unitária
Passivo líquido (% do PIB)	- 4,36 <sup>***</sup>	0,10 <sup>++</sup>		0	--	Raiz Unitária
Crédito Privado (% do PIB)	- 2,15 <sup>**</sup>	0,07 <sup>++</sup>		0	--	Raiz Unitária
Consumo Governo (% do PIB)	- 5,29 <sup>***</sup>	0,13 <sup>++</sup>		1	C	Raiz Unitária
Tx $\Delta$ real do PIB <i>per capita</i>	- 5,47 <sup>***</sup>	0,06 <sup>++</sup>		2	--	Raiz Unitária
Tx juro empréstimo	- 4,25 <sup>***</sup>	0,13 <sup>++</sup>		0	--	Raiz Unitária
Importação (% do PIB)	-5,82 <sup>***</sup>		0,07 <sup>++</sup>	0	T	Raiz Unitária
Exportação (% do PIB)	-4,67 <sup>***</sup>	0,11 <sup>++</sup>		0	--	Raiz Unitária
Remessas emigrat. (% do PIB)	- 5,02 <sup>***</sup>	0,09 <sup>++</sup>		0	--	Raiz Unitária

Fonte: Cálculos do autor CD – Componente Determinística T – Tendência C – Constante

\*\*\* Significância de 1%; \*\* Significância de 5%; \* Significância de 10%

++ Significância de 10%; + Significância de 5%

<sup>22</sup> Leitura do resultado: A variável crédito privado, tem zero *lag*, tem uma tendência, pelo teste ADF é não estacionária ao nível de significância de 5 % [ $t_{est}(-2,16) < t_{crt}(-3,60)$ ], pelo teste KPSS não é excluída a hipótese da não estacionaridade à significância de 5% [ $\eta_{\tau}(0,25) > KPSS_{crt}(0,15)$ ], pelo que a variável é não estacionária.

### 6.3.2 - Co-integração

Engle e Granger (1987) demonstraram que se duas ou mais variáveis são co-integradas, a melhor especificação da relação de curto e longo prazo é feita pelo Modelo de Correção dos Erros (MCE), pois os estimadores obtidos são consistentes e os vários testes estatísticos, normalmente utilizados nos modelos com variáveis estacionárias, são eficientes.

Sendo a maioria das variáveis neste estudo integradas de ordem um, I (1), é preciso analisar a co-integração entre elas e a possibilidade da utilização do MCE, sabendo que precisamos de pelo menos duas variáveis I (1) no modelo, para utilizarmos a metodologia de co-integração. Recorremos ao método de *Johansen* para estudar a co-integração entre as variáveis.

Engle e Granger (1987) definem a relação de equilíbrio de longo prazo entre variáveis, através da representação vectorial, como:

$$\beta \cdot X_t = 0 \quad (9)$$

E o erro de equilíbrio

$$\beta \cdot X_t = e_t \quad (10)$$

Sendo  $e_t$  um *white noise* e  $\beta$  designado por vector de co-integração, representa o equilíbrio de longo prazo entre as variáveis presentes no modelo.

As variáveis pertencentes ao vector  $X$  são co-integradas de ordem (d, b), CI (d, b), se:

- Forem integradas (isoladamente) de ordem d, I (d); e
- Existir uma combinação linear entre elas que seja integrada de ordem (d - b), com b positivo.

$$X_t \sim CI(d, b)$$

$$x_{i,t} \sim I(d)$$

$$\exists \beta : \beta \cdot X_t \sim I(d - b), b > 0$$

### 6.3.2.1 - Método de Johansen

A metodologia de *Johansen* baseia-se na formulação de um Vector Auto Regressivo (VAR), a partir do qual é analisada a existência de vectores de co-integração. O modelo VAR de ordem  $p$  e  $k$  variáveis, representa-se como:

$$y_t = A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_p y_{t-p} + C D_t + e_t \quad (11)$$

Transformando a equação (11) em primeiras diferenças, teremos a expressão seguinte:

$$\Delta y_t = \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta y_{t-i} + \Pi y_{t-p} + C D_t + e_t \quad (12)$$

Com,

$$\Gamma_i = - (I - \sum_{j=1}^i A_j)$$

$$\Pi = - (I - \sum_{i=1}^p A_i)$$

A matriz  $\Pi$ , pode ser representada como:

$$\Pi = \alpha \cdot \beta'$$

Sendo,

$y_t$  – O vector das variáveis do modelo,  $\Delta$  – Operador da primeira diferença,  $I$  – Matriz unitária,  $A$  – Matriz dos parâmetros associados a cada vector  $y_t$ ,  $D_t$  – Vector das variáveis determinísticas,  $C$  – Vector de coeficiente associado a cada uma das variáveis determinísticas,  $\Gamma_i$  – Coeficientes associados aos  $\Delta y_{t-i}$  e representa o ajustamento de curto prazo,  $\Pi$  – Número de vectores de co-integração,  $e_t$  – Vector do termo de erro *white noise*,  $\alpha_{(k \times r)}$  – Matriz de ajustamento (velocidade de convergência das variáveis para situação de equilíbrio) e  $\beta_{(k \times r)}$  – Matriz de co-integração.

Expostas as equações, lembremos que esta metodologia utiliza dois testes estatísticos para determinar o número de vectores de co-integração, o teste traço (testa a hipótese dos valores próprios conjuntos) e o teste do máximo valor próprio (testa a hipótese dos valores próprios individuais). Resumidamente, vejamos em que consistem:

a) Teste traço

$$\lambda_{trace}(r) = -N \sum_{i=r+1}^k \ln(1 - \hat{\lambda}_i) \quad r = 0, 1, 2, 3, \dots, k-1 \quad (13)$$

Testa a hipótese nula [ $H_0: (1 - \lambda_i) = 1$ ], de que há no máximo  $r$  número de vetores de co-integração. Sendo que  $N$  representa o número de observações e  $\lambda_i$  corresponde aos valores próprios das raízes. É provada a existência de co-integração desde que exista pelo menos um valor próprio que obedeça à condição:  $(1 - \lambda_i) \neq 1$ .

b) Teste do máximo valor próprio

$$\lambda_{max}(r, r+1) = -N \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1}) \quad (14)$$

Testa a hipótese nula ( $H_0$ ) de o número de vetores de co-integração ser no máximo  $r$  contra a hipótese alternativa ( $H_A$ ) de  $r+1$  vetores de co-integração.

Os dois primeiros passos no uso desta metodologia, consistem em determinar o número de defasamentos<sup>23</sup>  $p$  a incluir no modelo (12) e o tipo de variável determinística (sem constante, constante restringida, constante sem restrições, tendência restringida e tendências sem restrições). A escolha da componente determinística depende das características das variáveis do modelo. Contudo, a constante deve ser sempre incluída de forma a evitar que as variáveis eventualmente co-integradas se interceptem na origem. Alguns autores, como Hendry e Juselius (2000; 2001) e Harris e Sollis (2003), defendem que devemos incluir a constante restringida quando as séries em níveis não ostentam algum tipo de tendência, caso contrário a constante será sempre sem restrições.

Determinado o número de defasamentos e a componente determinística, a fase seguinte é analisar a existência de vetores de co-integração pelos testes do traço e do máximo valor próprio. No nosso estudo, utilizamos o teste disponível no programa *Gretl* e não o

---

<sup>23</sup> A escolha do número de defasamentos a incluir no modelo pode ser feita através do rácio da verosimilhança, para detalhes de aplicação, veja Andrade (2004).

RATS, porque não temos licença para o CATS. O CATS é o procedimento de co-integração usado pelo RATS.

### **6.3.2.2 - Análise da co-integração**

Não esquecendo o nosso objectivo principal, seleccionar o indicador financeiro com maior peso no investimento e por outro lado, identificar em qual dos factores: as políticas do governo e estabilidade macroeconómica, a abertura económica e as variáveis convencionais do modelo neoclássico de investimento, deve recair a aposta do governo quando pretende impulsionar o investimento através da variável financeira e constatar também, até que ponto o comportamento do investimento em Cabo Verde se assemelha ao dos outros pequenos países. Para isso, ponderámos dois casos: (i) analisar qual o indicador financeiro, alternadamente com os diferentes factores (definido anteriormente), tem efeito positivo e significância estatística na explicação do investimento; (ii) examinar uma especificação que englobe o indicador financeiro e as variáveis consideradas pelos estudos existentes como explicativas do investimento em pequenas economias. Deste modo, os testes de co-integração serão executados consoante estes dois casos.

Efectuámos muitas estimações, cujos resultados não são apresentados no presente trabalho, combinando as variáveis de controlo de cada grupo, de modo a identificar as equações que melhor se adequam com a teoria económica e a realidade cabo-verdiana. Assim temos (ver estimações no Apêndice E):

#### **a) Modelo 1 – Indicadores financeiros e variáveis convencionais do modelo neoclássico de investimento**

Assumimos a variável taxa de crescimento real do PIB *per capita*, exógena ao modelo e não a incluimos na relação de co-integração, pelo que, testámos a co-integração entre as variáveis investimento total, taxa de juro de empréstimo e os indicadores financeiros (passivo líquido, crédito bancário e crédito privado), alternadamente. Analisando os resultados do teste *Johansen* (Quadro 6.4) identificámos:

- Um vector de co-integração, quando incluímos como indicador financeiro, o passivo líquido (*m3*) e a componente determinística a constante sem restrições;
- Um vector de co-integração no caso do indicador financeiro ser o crédito privado (*cp*), e a componente determinística ser constante sem restrições. Neste caso, apesar da diferença dos resultados entre os dois testes, aceitámos a hipótese que há um vector de co-integração;
- Um vector de co-integração, assumindo como indicador financeiro o crédito bancário (*cb*) e a componente determinística a constante sem restrições.

**Quadro 6.4:** Teste de co-integração – modelo 1

r	Modelo com <i>m3</i>		Modelo com <i>cp</i>		Modelo com <i>cb</i>	
	$\lambda_{trace}$	$\lambda_{max}$	$\lambda_{trace}$	$\lambda_{max}$	$\lambda_{trace}$	$\lambda_{max}$
0	38,579***	29,458***	29,249*	21,702**	34,169**	25,810***
1	9,1206	8,0438	7,5463	7,2936	8,3591	8,0299
2	1,0769	1,0769	0,25270	0,25270	0,32919	0,32919
C.D.	Constante s/ restrições		Constante s/ restrições		Constante s/ restrições	
Lags	1		1		1	

Fonte: Cálculos do autor

\*\*\* Significância de 1%; \*\* Significância de 5%; \* Significância de 10%

#### **b) Modelo 2 – Indicadores financeiros e abertura económica**

Este modelo engloba o investimento total, os indicadores financeiros (passivo líquido, crédito bancário e crédito privado), a importação, a exportação, o serviço da dívida e as remessas de emigrantes. Não encontramos uma especificação que inclua os indicadores financeiros e abertura económica. Dos muitos cálculos efectuados, tivemos situações em que as variáveis são co-integradas, mas sem significância estatística ou com sinais contrários aos normais quando são estimados, ou por outro lado, tinham significância estatística mas não havia co-integração entre elas, e também casos que não se verificavam nenhuma dessas condições. Assim, mesmo tendo encontrado vectores de co-integração entre estas variáveis, optámos por não apresentar os testes efectuados, uma vez que não foi possível estimar um modelo satisfatório. Conseguimos encontrar uma especificação sem considerar os indicadores financeiros, contudo, sendo que um

dos objectivos deste estudo é analisar a relação existente entre os indicadores financeiros e a abertura económica na explicação do investimento, achámos pertinente não apresentar a referida especificação<sup>24</sup>.

**c) Modelo 3 – Indicadores financeiros, política do governo e estabilidade macroeconómica**

Fazem parte deste modelo o investimento total, os indicadores financeiros (passivo líquido, crédito bancário e crédito privado), o consumo do governo e a taxa de inflação. Nos cálculos passámos pelos mesmos entraves encontrados no modelo 2, pelo que não foi possível identificar uma especificação com estas variáveis.

**d) Modelo 4 – Indicadores financeiros e as variáveis de controlo**

Neste caso, ponderámos à partida todas as variáveis de controlo propostas. Fizemos várias estimações, e seleccionámos as variáveis com significância e que satisfaçam os critérios de compatibilidade e admissibilidade na explicação do investimento. Assim, testámos a co-integração entre as variáveis investimento total, indicadores financeiros (passivo líquido, crédito privado e crédito bancário), taxas de juro de empréstimos, consumo do governo, importação e exportação. Os resultados no Quadro 6.5 indicam:

- Um vector de co-integração, adoptando como indicador financeiro, o passivo líquido (*m3*) e a componente determinística a constante sem restrições;
- Um vector de co-integração, quando assumimos como indicador financeiro o crédito privado (*cp*), e a componente determinística a constante sem restrições;
- Um vector de co-integração, no caso de o indicador financeiro ser o crédito bancário (*cb*) e a componente determinística a constante sem restrições.

---

<sup>24</sup> Os indicadores de informação, por sua vez, neste modelo também eram inferiores aos dos outros modelos seleccionados.

**Quadro 6.5:** Teste de co-integração – modelo 4

r	Modelo com $m3$		Modelo com $cp$		Modelo com $cb$	
	$\lambda_{trace}$	$\lambda_{max}$	$\lambda_{trace}$	$\lambda_{max}$	$\lambda_{trace}$	$\lambda_{max}$
0	105,11***	47,691***	106,41***	44,957***	125,31***	67,205***
1	57,422	28,691	61,453	28,284	58,108	25,318
2	28,731	12,921	33,170	15,770	32,789	16,268
3	15,810	9,9318	17,400	11,629	16,522	9,5558
4	5,8784	4,1878	5,7710	4,6630	9,5558	4,2841
5	1,6905	1,6905	1,1080	1,1080	2,6818	2,6818
C.D.	Constante s/ restrições		Constante s/ restrições		Constante s/ restrições	
Lags	1		1		1	

Fonte: Cálculos do autor

\*\*\* Significância de 1%; \*\* Significância de 5%; \* Significância de 10%

De acordo com os resultados dos testes de co-integração, concluímos que é possível utilizar o modelo de correcção dos erros apenas para os modelos 1 e 4 nos quais existem vectores de co-integração. Por outro lado, constatámos que de entre os factores considerados: as variáveis convencionais do modelo neoclássico de investimento, abertura económica e política do governo e estabilidade macroeconómica, o que melhor se correlaciona com o indicador financeiro na explicação do investimento, é o que engloba as variáveis convencionais do modelo acelerador, ou seja, o nosso primeiro modelo, pois não encontramos uma especificação com os outros dois factores.

### 6.3.3 - Estimação dos modelos e interpretação dos resultados

#### 6.3.3.1 - Método de estimação

Após o cálculo do vector de co-integração que nos permitiu a obtenção de relações de equilíbrio, ou de longo prazo, dos modelos 1 e 4, passámos para a estimação do modelo VAR com inclusão do mecanismo de correcção dos erros, ou seja, modelos VECM – *Vector Error Correction Model*. Estes modelos permitem valorizar a dinâmica de curto prazo do relacionamento das variáveis, em especial identificar a velocidade de ajustamento em face aos desequilíbrios, e conhecer o comportamento de curto prazo das

variáveis em face de choques exógenos, Hendry e Juselius (2000; 2001). O modelo VECM expressa-se genericamente como (ver as equações (11) e (12), para os passos precedentes e explicação das componentes):

$$\Delta y_t = \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \cdot \Delta y_{t-i} + \alpha \beta' y_{t-p} + CD_t + e_t \quad (15)$$

Sendo,

$\Gamma_i \cdot \Delta y_{t-i}$  – Componente VAR em primeiras diferenças

$\alpha \beta' y_{t-p}$ , – Componente da correcção dos erros

### 6.3.3.2 - Teste de diagnóstico aos modelos

A presença de auto-correlação e de processo ARCH (*Auto-Regressive Conditional Heteroscedasticity*) nos erros dos modelos afecta as conclusões do estudo, pelo que efectuámos os seguintes testes:

a) O teste LM (*Lagrange Multiplier*), para analisar a existência de auto-correlação dos erros. A equação a testar é a seguinte:

$$\hat{e}_t = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 x_{1t} + \hat{\alpha}_2 x_{2t} + \dots + \hat{\alpha}_k x_{kt} + \hat{\alpha}_{k+1} \hat{e}_{t-1} + \dots + \hat{\alpha}_{k+p} \hat{e}_{t-p} \quad (16)$$

Testamos a hipótese nula – ausência de auto-correlação dos erros, contra a hipótese alternativa – há auto-correlação - AR (p). Com o valor  $NR^2$  seguindo uma distribuição  $\chi^2$  é aceite a presença do processo AR (p) se  $\chi^2 > \chi_{crit}^2$  para um nível de significância  $\omega$ . No nosso estudo verificámos a presença de AR (1).

b) O Teste ARCH, para verificar a presença de heteroscedasticidade. A equação a testar consiste no seguinte:

$$\hat{e}_t^2 = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 \hat{e}_{t-1}^2 + \dots + \hat{\alpha}_p \hat{e}_{t-p}^2 \quad (17)$$

Testamos a hipótese nula ( $H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_p = 0$ ), com o cálculo do valor  $NR^2$  que segue uma distribuição  $\chi^2$ , com graus de liberdades iguais ao número dos termos autorregressivos. Se  $\chi^2 > \chi_{crit}^2$  para um dado nível de significância, então a hipótese nula é excluída e é admitida a presença de um processo ARCH. No nosso estudo testamos a presença de ARCH (1).

Além dos outros critérios de seleção dos modelos, também recorremos aos critérios de informação *Akaike Information Criterion* (AIC) e *Bayesian Information Criterion* (BIC), que se baseiam no cálculo dos seguintes valores:

$$AIC = -2\ell(\hat{\theta}) + 2k$$

$$BIC = -2\ell(\hat{\theta}) + k \cdot \log(n)$$

Onde,  $\ell(\hat{\theta})$  – logaritmo da função máxima verossimilhança dos vetores dos parâmetros estimados  $\hat{\theta}$ ,  $k$  – número de parâmetros independentemente ajustado dentro do modelo;  $n$  – número das observações.

Estes dois critérios permitem identificar entre vários modelos estatísticos o que apresenta melhor informação.

### 6.3.3.3 - Interpretação dos resultados

As nossas estimações vão-se reduzir aos modelos 1 e 4, visto não encontrarmos vector de co-integração nos outros modelos propostos (ver estimações no Apêndice F).

#### **Modelo 1 – Indicadores financeiros e variáveis convencionais do modelo neoclássico de investimento**

O VECM adaptado ao modelo 1 vem:

$$\Delta IVT_t = \alpha\beta' \begin{bmatrix} r_{t-1} \\ IF_{t-1} \end{bmatrix} + C + \theta dy_t + e_t \quad (18)$$

Onde,

$IVT$  – Investimento total em percentagem do PIB,  $r$  – Taxa de juro de empréstimo,  $IF$  – Indicadores financeiros em percentagem do PIB (Passivo líquido –  $m3$ , Crédito bancário –  $cb$ , Crédito privado –  $cp$ ),  $\beta$  – Vector de co-integração,  $\alpha$  – Vector de ajustamento,  $C$  – Constante sem restrições,  $dy$  – Taxa de crescimento real do PIB *per capita*,  $e$  – Termo de erro.

Os resultados no Quadro 6.6 correspondem à relação de equilíbrio de curto e longo prazo entre as variáveis consideradas neste modelo (apresentámos a relação de equilíbrio de curto prazo, apenas para a variável investimento, a das outras variáveis estão no Apêndice F). Como referimos anteriormente, as estimações prévias levaram-nos a considerar taxa de crescimento real do PIB *per capita* exógena ao modelo, sendo assim, apenas incluída na relação de curto prazo. Isto pode ser justificado pelo facto do crescimento da economia cabo-verdiana depender muito da ajuda externa ao desenvolvimento e de outras condicionantes externas.

Constatámos que as variáveis entram com os sinais esperados nos modelos, a taxa de juro com sinal negativo, os indicadores financeiros (passivo líquido, crédito bancário e crédito privado) e a taxa de crescimento real do PIB *per capita* com sinal positivo. O comportamento dos indicadores financeiros evidencia a nossa hipótese, de que crescimento financeiro influência positivamente a variação do investimento em Cabo Verde.

Contudo, no modelo com o crédito privado ( $cp$ ), a estimação tem erro auto-regressivo e no com o crédito bancário ( $cb$ ), o termo do erro tem variância condicionada auto-regressiva, resultados comprovados pela rejeição da hipótese nula dos testes LM e ARCH (1) ao nível de significância de 5%. Nestes dois casos os resultados estimados podem conduzir a interpretações enganosas, pelo que, o modelo com o passivo líquido ( $m3$ ) é o que apresenta melhor informação. Assim, o passivo líquido corresponde ao indicador de desenvolvimento financeiro de maior significância na explicação do investimento, quando consideramos as variáveis convencionais do modelo neoclássico, composta pela taxa de crescimento real do PIB *per capita* e taxa de juro de empréstimo.

Pensamos que este resultado se deve, em parte, ao facto da economia cabo-verdiana estar dependente da ajuda externa e do investimento directo estrangeiro, fazendo com que o impacto do passivo líquido no investimento seja mais significativo do que dos créditos concedidos pelas instituições financeiras cabo-verdianas.

**Quadro 6.6:** Estimação pelo VECM – modelo 1

Variáveis		Modelo – $m3$	Modelo – $cp$	Modelo – $cb$
L. Prazo	Investimento: $IVT_{t-1}$	1	1	1
	Taxas de juro: $r_{t-1}$	6,05 <sup>***</sup>	5,66 <sup>**</sup>	7,52 <sup>***</sup>
	Passivo líquido: $m3_{t-1}$	- 0,54 <sup>***</sup>	--	--
	Crédito privado: $cp_{t-1}$	--	- 0,27	--
	Crédito bancário: $cb_{t-1}$	--	--	- 0,41 <sup>***</sup>
C. Prazo	Constante	49,19 <sup>***</sup>	51,13 <sup>***</sup>	61,50 <sup>***</sup>
	Tx $\Delta$ PIB pc: $dy_t$	0,58 <sup>**</sup>	0,81 <sup>**</sup>	0,43
	<i>Coeficiente Ajustamento</i>	- 0,83 <sup>***</sup>	- 0,65 <sup>***</sup>	- 0,70 <sup>***</sup>
R <sup>2</sup>		0,766	0,61	0,70
N		22	22	22
AIC		14,29	14,13	14,60
BIC		15,04	14,88	15,34
		$\chi^2_{est}$	$\chi^2_{est}$	$\chi^2_{est}$
LM – AR (1)		1,36	7,82 <sup>***</sup>	3,50 <sup>*</sup>
ARCH (1)		2,08	1,44	4,60 <sup>**</sup>

Fonte: Cálculos do autor

\*\*\* Significância de 1%; \*\* Significância de 5%; \* Significância de 10%

Especificamente, os resultados no Quadro 6.6 para a estimação com o passivo líquido (o indicador financeiro seleccionado) apontam: (i) a variação do investimento é explicada em 76,6% (R<sup>2</sup>), pelas variáveis contidas no modelo, pelo que é uma estimação satisfatória; (ii) no **longo prazo**, quando o rácio do passivo líquido pelo PIB aumenta 1 ponto percentual, a variação positiva do rácio do investimento pelo PIB será de 0,54 pontos percentuais, por outro lado, quando há um aumento das taxas de juro de empréstimos em 1 ponto percentual, o rácio do investimento pelo PIB decrescerá em

6,05 pontos percentuais; (iii) na relação de **curto prazo**, o erro corrector é significativo e com sinal negativo, o que implica o alcance da convergência no longo prazo, ou seja, o desvio no valor de equilíbrio de longo prazo num período é corrigido no período seguinte em 83%; (iv) o crescimento do PIB *per capita* real, no curto prazo, em 1 ponto percentual, conduz à variação positiva do rácio do investimento pelo PIB em 0,58 pontos percentuais. Este resultado valida a hipótese do acelerador.

Contudo, achámos o valor do erro corrector e o impacto da taxa de juro no investimento, muito elevado para a realidade cabo-verdiana, porque em relação à taxa de juro, como sabemos a maioria dos investimentos realizados em Cabo Verde não dependem da taxa de juro praticada ao nível interno, pelo que acreditamos que a variação na taxa de juro não provoca no investimento a proporção do impacto encontrada. Este facto pode ser esclarecido num estudo futuro, com uma base de dados menos curta.

Os resultados desta estimação (ver Apêndice F) apontam a taxa de juro como fracamente exógena, ou seja, influencia o desenvolvimento das variáveis do modelo a longo prazo, mas não é influenciada por estes. Sendo a economia cabo-verdiana pequena e aberta este comportamento da taxa de juro era perfeitamente esperado.

#### **Modelo 4 – Indicadores financeiros e as variáveis de controlo**

O VECM adaptado ao modelo 4 vem:

$$\Delta IVT_t = \alpha \beta' \begin{bmatrix} r_{t-1} \\ m_{t-1} \\ x_{t-1} \\ cg_{t-1} \\ IF_{t-1} \end{bmatrix} + C + e_t \quad (19)$$

Onde,

*IVT* – Investimento total em percentagem do PIB, *r* – Taxa de juro de empréstimo, *IF* – Indicadores financeiros em percentagem do PIB (Passivo líquido – *m3*, Crédito bancário – *cb*, Crédito privado – *cp*), *m* – Importação em percentagem do PIB, *x* – Exportação em

percentagem do PIB,  $cg$  – Consumo do governo em percentagem do PIB,  $\beta$  – Vector de co-integração,  $\alpha$  – Vector de ajustamento,  $C$  – Constante sem restrições,  $e$  – Termo de erro.

Atendendo aos resultados presentes no Quadro 6.7 (apresentámos a relação de equilíbrio de curto prazo apenas para variável investimento, a das outras variáveis estão no Apêndice F), verificámos que para as três estimações o termo de erro é homoscedástico e não auto-regressivo, comprovados pela aceitação da hipótese nula dos testes ARCH (1) e LM, respectivamente, à significância de 5%.

Analisando as estimações, optámos por rejeitar a que inclua o crédito privado ( $cp$ ), visto que, achámos os resultados inadmissíveis à luz da teoria económica (relação negativa entre a exportação e o investimento), que pode ter sido causado pela presença de multicolinearidade.

Nas outras duas estimações os comportamentos das variáveis estão de acordo com a teoria económica, ou seja, a taxa de juro e a importação com impacto negativo no investimento e a exportação, o consumo do governo e os indicadores financeiros (passivo líquido e crédito bancário) com relação positiva. Como sabemos, o consumo do governo pode exercer dois efeitos diferentes no investimento, *crowding out* (efeito negativo) e *crowding in* (efeito positivo). Neste caso o efeito *crowding in* é superior, que pode ser justificado pelo facto de em Cabo Verde a maioria dos investimentos serem do domínio público realçando assim o efeito positivo das políticas do governo no investimento.

Pelos critérios de informação AIC e BIC a estimação com maior informação é o modelo com crédito bancário ( $cb$ ), mas em relação a esta estimação a variável consumo do governo tem significância estatística só ao nível de 10%, e como achamos esta variável importante na explicação do investimento em Cabo Verde, considerámos então o modelo com passivo líquido ( $m3$ ) como o mais próximo da realidade, tanto em termos dos valores dos coeficientes das variáveis, como também pela significância estatística de todas as variáveis consideradas. Pelo exposto, o passivo líquido corresponde assim,

ao indicador financeiro com maior impulso no investimento. Resultado idêntico ao encontrado no modelo 1.

Apurámos ainda (ver Apêndice F) que a taxa de juro e a exportação são variáveis fracamente exógenas, o que faz todo o sentido, pois sendo o mercado cabo-verdiano reduzido e aberto ao exterior, não exerce nenhuma influência na determinação do preço do dinheiro (taxa de juro) e dos produtos e serviços exportados.

**Quadro 6.7:** Estimação pelo VECM – modelo 4

Variáveis		Modelo – $m3$	Modelo – $cp$	Modelo – $cb$
L. Prazo	Investimento: $IVT_{t-1}$	1	1	1
	Taxas de juro: $r_{t-1}$	9,81 <sup>***</sup>	14,36 <sup>***</sup>	16,93 <sup>***</sup>
	Consumo governo: $cg_{t-1}$	- 0,75 <sup>***</sup>	0,27	- 0,47 <sup>*</sup>
	Importação: $m_{t-1}$	0,20 <sup>**</sup>	0,45 <sup>***</sup>	0,56 <sup>***</sup>
	Exportação: $x_{t-1}$	- 0,40 <sup>**</sup>	0,43 <sup>**</sup>	- 0,35 <sup>**</sup>
	Passivo líquido: $m3_{t-1}$	- 0,95 <sup>***</sup>	--	--
	Crédito privado: $cp_{t-1}$	--	- 2,38 <sup>***</sup>	--
	Crédito bancário: $cb_{t-1}$	--	--	- 1,34 <sup>***</sup>
C. Pz	Constante	43,53 <sup>***</sup>	98,11 <sup>***</sup>	72,69 <sup>***</sup>
	<i>Coefficiente Ajustamento</i>	- 0,69 <sup>***</sup>	- 0,57 <sup>***</sup>	- 0,46 <sup>***</sup>
$R^2$		0,673	0,676	0,698
N		22	22	22
AIC		33,39	33,21	32,69
BIC		35,48	35,29	34,67
		$\chi^2_{est}$	$\chi^2_{est}$	$\chi^2_{est}$
LM – AR (1)		0,71	0,51	1,17
ARCH (1)		0,01	0,63	0,31

Fonte: Cálculos do autor

\*\*\* Significância de 1%; \*\* Significância de 5%; \* Significância de 10%

Interpretando os resultados no Quadro 6.7, referente ao modelo com passivo líquido (o modelo escolhido), constatámos que: (i) a variação do rácio do investimento pelo PIB é explicada em 67,3% ( $R^2$ ), pelo comportamento das variáveis incluídas no modelo, o que

corresponde a uma estimação satisfatória; (ii) no **longo prazo**, a variação positiva de 1 ponto percentual nas taxas de juro de empréstimos conduz à diminuição de 9,81 pontos percentuais no rácio do investimento pelo PIB, o aumento de 1 ponto percentual no rácio da importação pelo PIB estimula a diminuição em 0,20 pontos percentuais no rácio do investimento pelo PIB, o crescimento no rácio do consumo do governo pelo PIB em 1 ponto percentual provoca o aumento de 0,75 pontos percentuais no rácio do investimento pelo PIB, a variação positiva de 1 ponto percentual no rácio de exportação pelo PIB leva a um aumento de 0,4 pontos percentuais no rácio do investimento pelo PIB e o incremento no rácio do passivo líquido pelo PIB em 1 ponto percentual provoca o aumento do rácio do investimento pelo PIB em 0,95 pontos percentuais; (iii) no **curto prazo** o erro corrector é significativo e com sinal negativo, pelo que um choque no equilíbrio num período é corrigido em 69% no período seguinte. Achámos este valor relativamente elevado para a realidade cabo-verdiana.

#### 6.3.3.4 - Síntese

Alguns estudos sobre os determinantes do investimento nas pequenas economias, como os efectuados por Sioum (2002), Ndikumana (2000), Dehn (2000) e Leff e Sato (1988), indicaram relação positiva entre as variáveis financeiras e o investimento. Ndikumana (2000) na sua investigação sobre os determinantes financeiros do investimento nos países da África Subsariana, encontrou o crédito ao sector privado como o indicador com maior significância na explicação do investimento. No nosso estudo (modelo 1), também encontrámos uma relação positiva entre os indicadores financeiros e o investimento, mas obtivemos o passivo líquido como o principal indicador na explicação do investimento. Este resultado pode estar relacionado com o facto de em Cabo Verde a maioria dos investimentos serem de origem pública e com financiamento externo, levando a que o impacto do passivo líquido no investimento seja superior aos créditos concedidos pelas instituições financeiras nacionais, ou seja o crédito bancário e o crédito privado. Constatámos também que de entre os factores: a abertura económica, as variáveis convencionais do modelo neoclássico e as políticas do governo e estabilidade macroeconómica, o que melhor se correlaciona com os indicadores financeiros na justificação do investimento, é as variáveis convencionais do modelo

neoclássico, ou seja, as variáveis taxa de crescimento real do PIB *per capita* (capta o efeito acelerador), taxa de juro de empréstimo (capta o custo do investimento).

O comportamento das variáveis consideradas como determinantes do investimento nas pequenas economias (modelo 4), no nosso estudo, assemelha-se ao de alguns estudos existentes, ou seja, impacto positivo dos indicadores financeiros (passivo líquido, crédito bancário e crédito privado), exportação e crescimento real do PIB *per capita* no investimento, e efeito negativo das taxas de juro e importação no investimento. Mas, encontrámos uma relação positiva entre o consumo do governo e o investimento, o que contraria alguns estudos existentes. Este resultado pode estar associado ao facto de que em Cabo Verde a maioria dos investimentos são do domínio público e por outro lado o consumo público tem sido em áreas impulsionadoras do investimento.

A variável taxa de inflação não teve significância estatística e segundo Sioum (2002), a inflação tende a destabilizar os países de baixo rendimento, se for superior a 40% ao ano e a média de inflação em Cabo Verde é relativamente baixa, pelo que este resultado é aceitável.

As remessas de emigrantes, apesar de apresentarem sinal positivo, não têm significância estatística nas especificações consideradas, o que nos conduziu a levantar a hipótese da maioria das remessas serem destinadas ao consumo.

Os estudos existentes apontam para efeito negativo e significativo do serviço da dívida no investimento em pequenos países Africanos, mas no nosso estudo apesar do serviço da dívida apresentar o sinal correcto, não teve significância estatística, porém, Cabo Verde apesar de ser um país com altas taxas de dívida, tem apresentado nos últimos cinco anos, um nível de investimento superior à média dos países da África Subsariana.

Contudo, sendo o objectivo principal deste estudo, analisar o comportamento dos indicadores financeiros com as outras variáveis de controlo na explicação do investimento e o facto de usarmos reduzido número de observações, podem conduzir a

que algumas variáveis com significância estatística nos outros estudos existentes sobre pequenas economias, não a apresentem no nosso estudo.

Estes resultados evidenciam que Cabo Verde pode impulsionar o crescimento económico através do desenvolvimento do sistema financeiro, apesar de haver ainda um fraco peso dos créditos concedidos pelas instituições financeiras nacionais no investimento. Pois, há uma relação positiva entre os indicadores financeiros e o investimento. Assim, a abertura do sistema financeiro a outros operadores, o aperfeiçoamento e simplificação das condições de acesso dos investidores no mercado financeiro e a introdução de outros instrumentos financeiros, conduzem ao aumento da liquidez no mercado interno, do crédito concedido e da participação na actividade financeira, por conseguinte haverá crescimento do investimento. E como é sabido o investimento tem efeito positivo no crescimento económico.

#### **6.3.4 - Função Impulso-Resposta**

No contexto VECM podemos verificar os efeitos positivos ou negativos de cada variável (impulso) sobre outras variáveis (resposta), através da decomposição de *Choleski*<sup>25</sup> (ver no Apêndice F, a matriz de correlação dos resíduos). Dêmos atenção, aos efeitos do comportamento das variáveis explicativas no investimento, de acordo com os modelos 1 e 4, considerando o modelo com o passivo líquido – *m3*.

#### **Modelo 1 – Indicadores financeiros e variáveis convencionais do modelo acelerador (o modelo com passivo líquido – *m3*)**

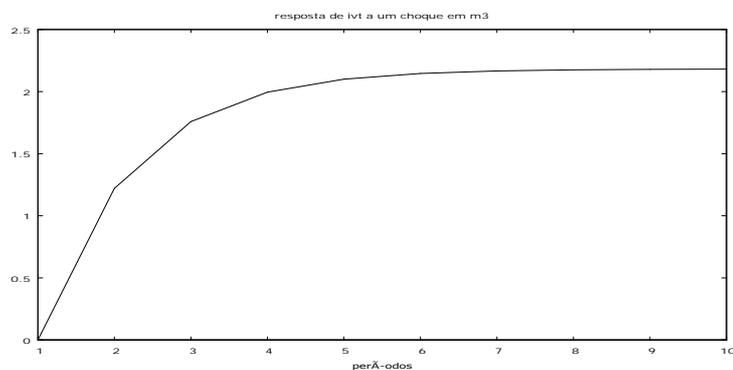
- Um choque no passivo líquido, provoca elevação do investimento, durante um período de 5 a 6 anos e depois tende a estabilizar, mantendo o efeito do impulso (ver o Gráfico 6.2);
- Um choque no investimento leva a um aumento no investimento, mas depois tende a diminuir até o sexto período, a partir do qual estabiliza num valor inferior ao choque, dando ideia dum comportamento cíclico (ver o Gráfico 6.3);

---

<sup>25</sup> Mais detalhes em Andrade (2004), pg 130-132.

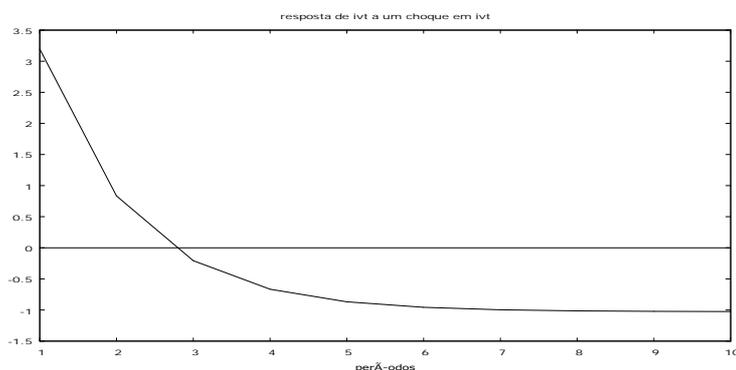
- Um choque na taxa de juro conduz à diminuição do investimento até o sexto período e estabiliza a partir deste período prosseguindo o efeito do impulso (ver o Gráfico 6.4).

**Gráfico 6.2:** Resposta do investimento ao impulso no passivo líquido



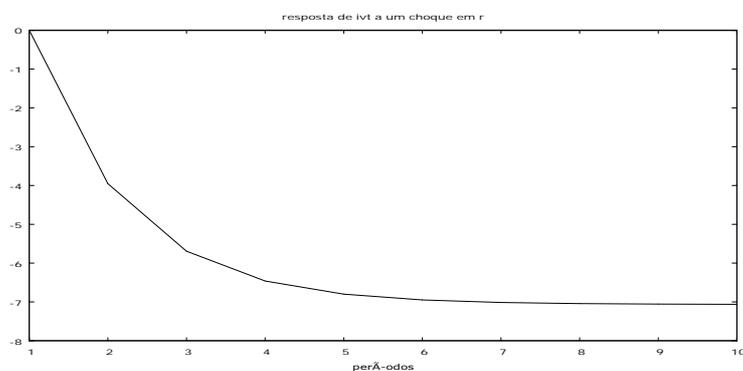
Fonte: Cálculos do autor

**Gráfico 6.3:** Resposta do investimento ao impulso no investimento



Fonte: Cálculos do autor

**Gráfico 6.4:** Resposta do investimento ao impulso na taxa de juro



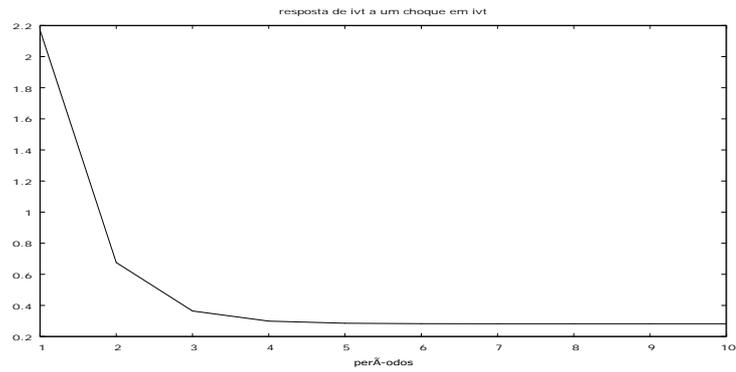
Fonte: Cálculos do autor

#### **Modelo 4 – Indicadores financeiros e as variáveis de controlo (o modelo com passivo líquido – m3)**

Alguns valores absolutos dos coeficientes de correlação entre os erros estimados são superiores a 0,2 assim, verificámos diferentes formas alternativas de ordenação das variáveis e optámos pela seguinte: exportação, taxas de juro, consumo do governo, passivo líquido, importação e investimento. Os resultados foram:

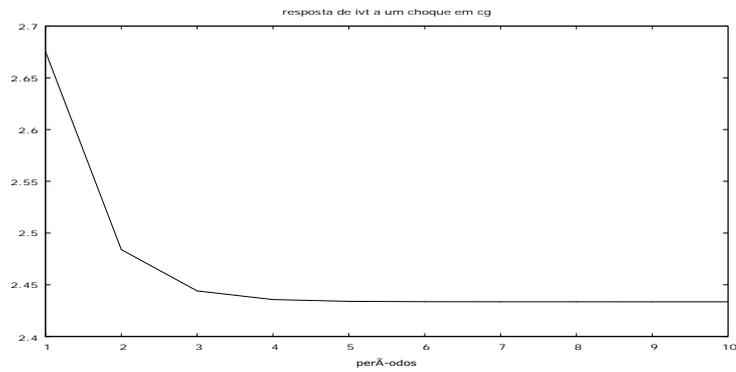
- Quando há um choque no investimento ou no consumo do governo, o investimento aumenta mas começa a decrescer consideravelmente no período seguinte e tende a estabilizar, a partir do terceiro período, num valor ligeiramente superior ao do período antes do choque (ver os Gráficos 6.5 e 6.6);
- Ao choque no passivo líquido ou na exportação, o investimento reage com aumento considerável durante o primeiro período, atingindo o máximo no terceiro período, a partir do qual começa a estabilizar e mantém-se ao nível alcançado com o choque (ver os Gráficos 6.7 e 6.8);
- Um choque na taxa de juro conduz à diminuição notável do investimento no primeiro período, tendendo a estabilizar a partir do terceiro período, prosseguindo ao nível do choque atingido (ver o Gráfico 6.9);
- Havendo um choque na importação, o investimento aumenta e depois começa a decrescer estabilizando, no terceiro período, num valor inferior ao anterior ao choque (ver o Gráfico 6.10). Este comportamento pode ser justificado pela forte dependência da economia cabo-verdiana em relação à importação, assim num primeiro momento o aumento da importação pode incentivar o investimento.

**Gráfico 6.5:** Resposta do investimento ao impulso no investimento



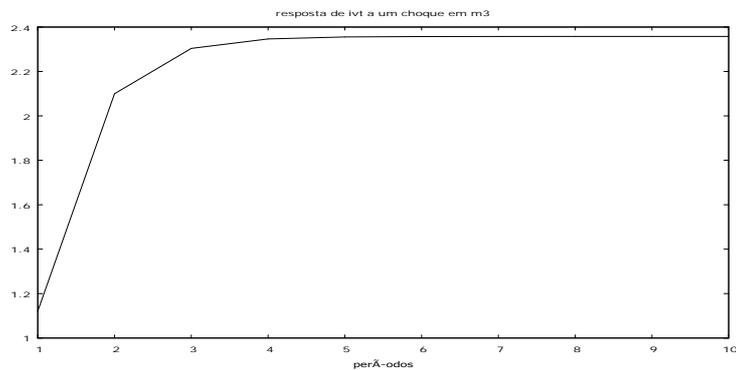
Fonte: Cálculos do autor

**Gráfico 6.6:** Resposta do investimento ao impulso no consumo do governo



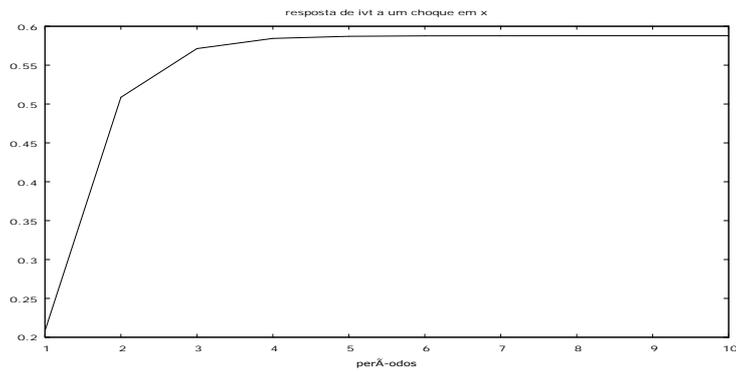
Fonte: Cálculos do autor

**Gráfico 6.7:** Resposta do investimento ao impulso no passivo líquido



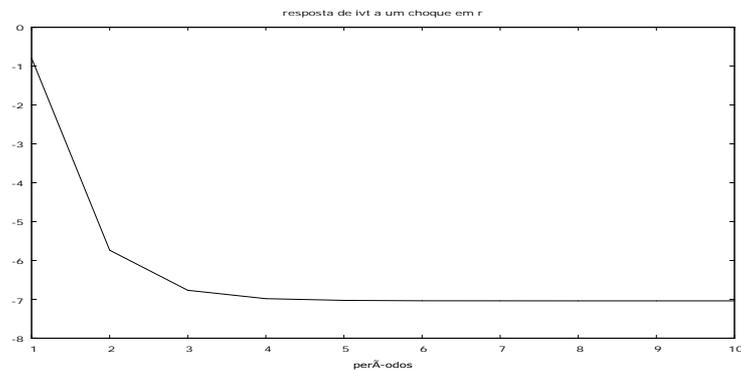
Fonte: Cálculos do autor

**Gráfico 6.8:** Resposta do investimento ao impulso na exportação



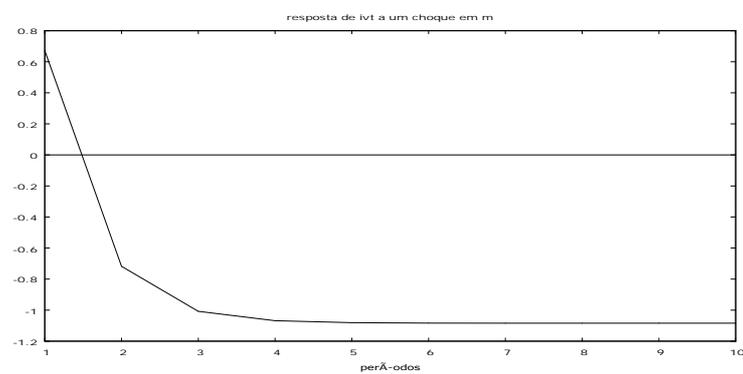
Fonte: Cálculos do autor

**Gráfico 6.9:** Resposta do investimento ao impulso na taxa de juro



Fonte: Cálculos do autor

**Gráfico 6.10:** Resposta do investimento ao impulso na importação



Fonte: Cálculos do autor

## 7 - CONCLUSÃO

Vários autores têm-se debruçado sobre os conceitos de pequenas economias, sendo a reduzida população o indicador mais usado. Pequenos países insulares ostentam características próprias que constituem barreiras ao crescimento e desenvolvimento económico, como por exemplo: mercado pouco competitivo e reduzido, altos custos de transporte, elevada dependência da importação, fraca capacidade de diversificação e aplicação da economia de escala, recursos naturais escassos, entre outros. Mas por outro lado os pequenos países possuem alto grau de coesão social, pequeno sector agrícola, alto nível de ajuda externa por pessoas, capacidade para se adaptar às mudanças e grande flexibilidade na administração, que podem representar algumas vantagens em relação aos grandes países.

Alguns trabalhos de investigações identificaram relações positivas directas e indirectas entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico nos pequenos países. Para isso, estes países devem apostar na liberalização financeira, promoção da competição doméstica e internacional, integração regional, construção de infra-estruturas financeiras desenvolvidas e estabilidade política e económica.

Após os estudos e as investigações realizados, sentimos alguma preparação para dar resposta às nossas perguntas de partida *“Quais as políticas e requisitos para desenvolvimento e internacionalização de um centro financeiro de uma pequena economia insular? Cabo Verde estará no caminho certo? Qual o determinante financeiro do investimento em Cabo Verde?”*

A existência de infra-estruturas financeiras desenvolvidas e sólidas, a estabilidade política, económica e da moeda, o sigilo bancário, a regulação e supervisão segura das

actividades económicas e financeiras e benefícios fiscais, são identificados como alguns dos requisitos necessários para o desenvolvimento e internacionalização de um centro financeiro de uma pequena economia.

Concluimos assim, que Cabo Verde está a dar os passos certos rumo à sua transformação numa praça financeira internacional, apresentando algumas vantagens em relação aos países vizinhos da África Subsariana, como a manutenção da estabilidade macroeconómica e política e o nível de crescimento económico. Neste sentido, Cabo Verde deve apostar não só no mercado Europeu, mas também no mercado Africano de onde pode tirar vantagens significativas. Mas, apesar dos esforços, Cabo Verde tem um longo caminho pela frente, para se transformar num centro financeiro competitivo, pois existem algumas barreiras, como: (i) fraca cultura do povo cabo-verdiano no investimento em produtos financeiros de risco; (ii) reduzido mercado interno e a insularidade, que dificulta a concorrência e a prática da economia de escala; (iii) domínio do sistema financeiro pelo sector bancário, fraco desenvolvimento do sector dos seguros e de valores mobiliários e pouca diversificação dos produtos financeiros.

Apurámos que o passivo líquido corresponde ao indicador financeiro com maior efeito na explicação do investimento em Cabo Verde, conjuntamente com o factor que incluía as variáveis convencionais do modelo neoclássico (taxa de juro de empréstimos e taxa de crescimento real do PIB *per capita*). Por outro lado, os resultados evidenciaram o efeito positivo dos indicadores financeiros (crédito privado, crédito bancário e passivo líquido), da exportação, do crescimento real do PIB *per capita* e do consumo do governo no investimento, e efeito negativo da importação e da taxa de juro, no investimento. Estas conclusões assemelham-se aos estudos existentes sobre o comportamento do investimento nas pequenas economias. A taxa de juro e a exportação foram anotadas como fracamente exógenas pelas estimações, o que era perfeitamente esperada para uma pequena economia e aberta ao exterior.

Contudo, chamamos a atenção para o facto do número de observações disponíveis serem reduzidas para um estudo desta natureza, o que pode conduzir a conclusões um pouco distorcidas da realidade. Para trabalho futuro sugerimos um estudo que permita

identificar o efeito específico do desenvolvimento financeiro no investimento em Cabo Verde, ou seja, uma investigação onde é possível constatar o impacto dos outros sectores financeiros (como o sector do seguros e o sector do valores mobiliários) no impulsionamento do investimento, pois a nossa investigação fornece informações apenas do sector bancário.

## BIBLIOGRAFIA

Amara, Yosra A. (1994) Externally Traded Services and the Development of Small Economies, Mckee, David L. (edt.), *External linkages and growth in small economies*, London, Library of Congress Cataloging-in-Publication, pp. 7 – 31.

Andrade, J. S. (2004) *Apontamentos de Econometria Aplicada*, Coimbra, FEUC.

Arias, E.; Torres, C. (2004) *Modelos VAR y VECM para el Pronóstico de Corto Plazo de las Importaciones de Costa Rica*, Banco Central de Costa Rica, DIE, nº 01/2004.

Armstrong, H. W.; Read, R. (1998) *Trade and Growth in Small States: The Impact of Global Trade Liberalisation*, World Economy, Vol. 21, pp. 536 – 585.

\_\_\_ (2006) Determinants of Economic Growth and Resilience in Small States, Briguglio, Lino, et al. (edt.), *Building The Economic Resilience of Small States*, Malta, Islands and Small States Institute of the University of Malta, pp. 131 – 151.

Atkins, Jonathan P. et al. (2000) *A Commonwealth Vulnerability Index for Developing Countries: the position of small states*, London, Commonwealth Secretariat.

Aziakpono, Meshach (2003) *Financial Intermediation and Economic Growth in Economic and Monetary Union: The case of SACU and CMA*, Department of Economics National University of Lesotho.

Banco de Cabo Verde (2005) *Colectânea de Legislação Financeira de Cabo Verde*.

\_\_\_ *Relatório Anual – Balanço e Contas*, Exercício, 2003, 2004, 2005, 2006 e 2007.

Barros, J. M. (1999) *Cabo Verde: Desenvolvimento Económico, MIRAB e Emigração*, África Debate, nº 1. Disponível em:

<http://users.domaindx.com/africadebate/ad1%20jose%20mario%20barros.htm>

Bertram, G.; Watters, R.F. (1985) *The MIRAB economy in South Pacific microstates*, Pacific Viewpoint, Vol. 26, nº3, pp. 497 – 519.

Bhattacharya, A. K. (1989) The Costs and Benefits of Establishing an International Banking Center, Park, Y. S.; Essayyad, M. (edt.) *International Banking and Financial Centers*, Massachusetts, Kluwer Academic Publishers, pp. 131 – 142.

Blake, Byron (2001) Comments on “Small States: A Composite Vulnerability Index” and “Small States, Small Problems?”, Peretz, David et al. (edt.), *Small States in the Global Economy*, London, Commonwealth Secretariat, pp. 117 – 123.

Briguglio, L. (1995) *Small island developing states and their economic vulnerabilities*, World Development, vol. 23, nº 9, pp. 1615 – 1632.

\_\_\_ (2004) Economic Vulnerability and Resilience: Concepts and Measurements, Briguglio, Lino; Kisanga, Eliawony J. (edt.) *Economic Vulnerability and Resilience of Small States*, Malta, Formatek Ltd, pp. 43 – 53.

Briguglio, Lino, et al. (2006) Building the Economic Resilience of Small States, Briguglio, Lino, et al. (edt.) *Building the Economic Resilience of Small States*, Malta, Formatek Publishing, pp. 13 – 29.

Bouzon, B. (2009) *Hipocrisia e Paraísos*, apresentado no âmbito do Ciclo Integrado de Cinema, Debates e Colóquios na FEUC, Sessão 8: Paraísos Fiscais: Mercadorização Onshore e Offshore.

Cargill, Thomas F. (1986) *Money, the Financial System, and Monetary Policy*, New Jersey, Prentice-Hill.

Chang, S. Y. (1989) The Economic Impact of Offshore Banking Centers on the Host Countries, Park, Y. S.; Essayyad, M. (edt.) *International Banking and Financial Centers*, Massachusetts, Kluwer Academic Publishers, pp. 143 – 155.

Christensen, J. (2009) *The Engines of Chaos: Secrecy Jurisdictions and Global Crisis*, apresentado no âmbito do Ciclo Integrado de Cinema, Debates e Colóquios na FEUC, Sessão 8: Paraísos Fiscais: Mercadorização Onshore e Offshore.

Collier, Paul; Dollar, David (2001) Aid, Risk and the Special Concerns of Small States, Peretz, David et al. (edt.), *Small States in the Global Economy*, London, Commonwealth Secretariat, pp. 11 – 39.

Commonwealth Secretariat (1997) *A Future of Small States: Overcoming Vulnerability*, London, Commonwealth Secretariat.

Commonwealth Secretariat; World Bank (2000) *Small States: Meeting Challenges in the Global Economy*, Report from the Final Communiqué of the 61st meeting of the Development Committee, Washington. Disponível em:  
<http://siteresources.worldbank.org/PROJECTS/Resources/meetingchallengeinglobaleconomy.pdf>

Davidson, Russell; Mackinnon, James G. (2004) *Econometric Theory and Methods*, New York, Oxford University Press.

Dehn, Jan (2000) *Private Investment in Developing Countries: The Effects of Commodity Shocks and Uncertainty*, Universidade de Oxford, Centre for the Study of African Economies, WPS/2000-11.

Easterly, W.; Kraay, A. (1999) *Small States, Small Problems?*, World Bank, Policy Research, Working Paper 2139.

Enders, Walter (1996) *Rats Handbook for Econometric Time Series*, New York, John Wiley & Sons, Inc.

Engle, R. F; Granger C. W. J. (1987) *Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing*, *Econometrica*, vol. 55, nº 2, pp. 251 – 276.

Engle, R. F; Yoo, B. S. (1987) *Forecasting and Testing in Co-integrated System*, Journal of Econometrics, vol. 35, pp. 143 – 159.

Errico L.; Musalem A. (1999) *Offshore Banking: An Analysis of Micro- and Macro-Prudential Issues*, IMF, Working Paper 99/5.

Estêvão, João (2004) *O desenvolvimento de Cabo Verde e o modelo de integração económica internacional*, Estratégia, Instituto de Estudos Estratégicos e Internacionais, nº 20, 1º Semestre. Disponível em:

[http://www.ieei.pt/files/Cabo\\_Verde\\_e\\_modelo\\_integracao\\_economica\\_internacional\\_Joao\\_Estevao.pdf](http://www.ieei.pt/files/Cabo_Verde_e_modelo_integracao_economica_internacional_Joao_Estevao.pdf)

\_\_\_ (2002) *Cabo Verde, o Acordo de Cooperação Cambial e o Euro*, Estratégia Instituto de Estudos Estratégicos e Internacionais, nº 17, 2º Semestre, pp. 83 – 99. Disponível em:

[http://www.ieei.pt/files/Cabo\\_Verde\\_acordo\\_cooperacao\\_cambial\\_euro\\_Joao\\_Estevao.pdf](http://www.ieei.pt/files/Cabo_Verde_acordo_cooperacao_cambial_euro_Joao_Estevao.pdf)

Essayyad, M. (1989) The Feasibility of Establishing an International Financial Center: The Case of Anchorage, Park, Y. S.; Essayyad, M. (edt.) *International Banking and Financial Centers*, Massachusetts, Kluwer Academic Publishers, pp.11 – 48.

Essayyad, M. et al. (1989) Cost/Benefit Analysis of Establishing an Offshore Banking Center: The Case of Anchorage, Park, Y. S.; Essayyad, M. (edt.) *International Banking and Financial Centers*, Massachusetts, Kluwer Academic Publishers, pp.160 – 171.

Estrela, Edite et al. (2006) *Saber Escrever uma tese e outros textos*, Lisboa, Dom Quixote, 2ª Edição.

Fry, Maxwell J. (1981) *Financial Intermediation in Small Island Developing Economies*, London, Commonwealth Secretariat.

Giuliano, Paola; Ruiz-Arranz, Marta (2005) *Remittances, Financial Development and Growth*, IMF, Working Paper nº 05/234.

Goacher, David J. (1990) *The monetary and financial system*, London, Bankers Books Limited.

Goldberg, M. A. et al. (1989) The Prerequisites for an International Financial Center, Park, Y. S.; Essayyad, M. (edt.) *International Banking and Financial Centers*, Massachusetts, Kluwer Academic Publishers, pp. 49 – 66.

Gordon, R. J. (1990) *Macroeconomics*, USA, Scott Foresman and Company, 5ed.

Governo de Cabo Verde (2006), *Programa do Governo para a VII Legislatura 2006 – 2011*. Disponível em: <http://www.governo.cv/>

Greene, William H. (2008) *Econometric Analysis*, New Jersey, 6ª Edição, Pearson Education, Inc.

Guillaumont, Patrick (2004) Economic Vulnerability and Resilience: Concepts and Measurements, Briguglio, Lino; Kisanga, Eliawony J. (edt.) *Economic Vulnerability and Resilience of Small States*, Malta, Formatek Ltd, pp. 43 – 53.

Harris, R.; Sollis, R. (2003) *Applied Time Series Modeling and Forecasting*, England, John Wiley & Sons Ltd.

Hendry, David F.; Juselius Katarina (2000) *Explaining Cointegration Analysis: Part I*, The Energy Journal, vol. 21, nº1, pp. 1 – 42.

\_\_\_\_ (2001) *Explaining Cointegration Analysis: Part II*, The Energy Journal, vol. 22, nº1, pp. 75 – 120.

Heron, Tony (2007) *Small States and the Politics of Multilateral trade Liberalisation*, Sheffield, Department of Politics University of Sheffield.

Hey, Jeanne A. K. (2003) *Introducing Small State Foreign Policy*, Hey, Jeanne A. K (edt.), *Small States in World Politics: explaining foreign policy behavior*, London, Lynne Rienner Publishers, pp.1 – 13.

Impavido, G. et al. (2002) *Contractual Savings in Countries with a Small Financial Sector*, World Bank, Financial Sector Development Department, PRWP 2841.

IMF (2000) *Offshore Financial Centers - Background Paper*, Monetary and Exchange Affairs Department. Disponível em:

<http://www.imf.org/external/np/mae/oshore/2000/eng/back.htm>

\_\_\_ (2002) *Statistics on Offshore Financial Centers*, Fifteenth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, BOPCOM-02/11. Disponível em:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2002/02-11.pdf>

\_\_\_ (2002) *Offshore Financial Center Program – A Progress Report*, Statistics Departments. Disponível em:

<http://www.imf.org/external/np/mae/oshore/2002/eng/032802.pdf>

\_\_\_ (2007) *Second Review Under the Policy Support Instrument*, Country Report n° 07/223. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2007/cr07223.pdf>

\_\_\_ (2008) *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa APR 08*, World Economic and Financial Surveys. Disponível em:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2008/AFR/eng/sreo1008.pdf>

\_\_\_ (2008) *World Economic Outlook October 2008: Financial Stress, Downturns, and Recoveries*, World Economic and Financial Surveys. Disponível em:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/pdf/text.pdf>

\_\_\_ (2008) *Cape Verde: Poverty Reduction and Growth Strategy Paper – II*, Country Report n° 08/242. Disponível em:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08242.pdf>

\_\_\_ (2009) *Fifth Review Under the Policy Support Instrument*, Country Report n° 09/14.

Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr0914.pdf>

Incoom, S. E. (1992) *Monetary and Financial System in a Developing Economy*, London, Hana Publishing Corporation.

Jalan, Bimal (1982) Classification of Economies by Size, Jalan, B. (edt.), *Problems and policies in small economies*, London, Croom Helm.

Jayaraman, T. K. (1998) Offshore Finance Activities in Vanuatu: an Empirical Study of Determinants and Growth, Bowe, M., et al. (edt.) *Banking and Finance in Islands and Small States*, Londres, Printer a Cassell Imprint, pp. 103 – 133.

\_\_\_ (2006) Macroeconomic Reform and Resilience Building in Small States, Briguglio, Lino, et al. (edt.), *Building The Economic Resilience of Small States*, Malta, Islands and Small States Institute of the University of Malta, pp. 33 – 59.

Jerónimo, J. H. P. (2000) *Supervisão Prudencial do Quadro do Sistema Financeiro*, 8º Encontro de Juristas Bancário de Expressão Oficial Portuguesa, Lisboa. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/public/8encjur/14%20%20jos%E9%20henriques%20pereira%20jer%F3nimo.pdf>

Karam, Philippe; Pagan, Adrian (2008) *A Small Structural Monetary Policy Model for Small Open Economies with Debt Accumulation*, IMF, Working Paper 08/64.

Khan, Aubhik (1999) *Financial Development and Economic Growth*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper n° 99/11.

Kireyev, Alexei (2002) *Liberalization of Trade in Financial Services and Financial Sector Stability*, IMF, Working Paper 02/139.

Leff, Nathaniel H.; Sato, Kazuo (1988) *Estimating Investment and Savings Functions for Developing Countries, with an Application to Latin America*, International Economic Journal, vol. 2, n° 3, pp. 1 – 17.

Leis e Decretos-leis Cabo-verdiano: DL n° 52 – D/90 de 4 de Julho; Lei n° 51/v/98 de 11 de Maio; Lei n° 52/v/98 de 11 de Maio; Lei n° 53/v/98 de 11 de Maio; DL n° 101 – P/90 de 23 de Novembro; e, DL n° 133/92 de 30 de Novembro.

Levine, Ross (1997) *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, Journal of Economic Literature, vol. 35, pp. 688 – 726. Disponível em:  
<http://web.nps.navy.mil/~relooney/levine.pdf>

\_\_\_\_ (2002) *Bank-based or Market-based financial systems: Which is better?*, NBER, Working Paper 9138.

\_\_\_\_ (2004) *Finance and Growth: Theory and Evidence*, NBER, Working Paper 10766.

Lloyd P.J.; Sundrum, R.M. (1982) Characteristics of small economies, Jalan, Bimal (edt.), *Problems and policies in small economies*, London, Croom Helm, pp. 17 – 38.

Lockhart, Douglas G. et al. (1993) *The Development Process in Small Island States*, London, Routledge.

MacFarlan, A. M. et al. (2005) *Cape Verde: Selected Issues and Statistical Appendix*, IMF, Country Report n° 05/319.

McKinnon, R. (1973) *Money and Capital in Economic Development*, Washington DC, Brookings Institution.

Ndikumana, Leonce (2000) *Financial Determinants of Domestic Investment in Sub-Saharan Africa: Evidence from Panel Data*, Grã-Bretanha, World Development, vol. 28, n° 2, pp. 381 – 400.

Neave, Edwin, H. (1991) *The Economic Organisation of a Financial System*, London, Routledge.

Ólafsson, Björn G. (1998) *Small states in the global system: analysis and illustration from the case of Iceland*, England, Ashgate Publishing Limited.

Ormazábal, R. T. (1998) *Sistemas Financeiros e Financiamento do Desenvolvimento*, Lisboa, CEsa (Centros de Estudos sobre África e do Desenvolvimento do ISEG), Coleção “ Textos de Apoio ao Mestrado em Desenvolvimento e Cooperação Internacional”, n° 5.

Prasad, Eswar et al. (2004) *Financial globalization, growth and volatility in developing countries*, NBER, Working Paper 10942.

Raadschelders, Julie Bivin (1992) Definitions of Smallness: A comparative Study, Baker, Randall (edt.), *Public Administration in Small and Island States*, USA, Kumarian Press, pp. 26 – 33.

Rama, Martin (1990) *Empirical Investment Equations in Developing Countries*, World Bank, Working Paper n° 563.

Ramphul, Indur (1998) Banking, Finance and offshore Banking Activities in the Island of Mauritius, Bowe, Michael et al. (edt.) *Banking and Finance in Islands and Small States*, London, Printer a Cassell Imprint, pp. 69 – 80.

Roache, Shaun K. (2006) *Domestic Investment and the Cost of Capital in the Caribbean*, IMF, Working Paper n° 06/152.

Ronci, Marcio et al. (2008) *Cape Verde: Selected Issues*, IMF, Country Report n°. 08/243.

Rousseau, P. L.; Sylle, R. (2004) *Financial System, Economic Growth and Globalization*, NBER, Working Paper 8323.

Schahczenski, Jeffery J. (1992) Development Administration in the Small Developing State: a Review, Baker, Randall (edt.), *Public Administration in Small and Island States*, USA, Kumarian Press, pp. 34 – 49.

Shaw, E. S. (1973) *Financial deepening in economic development*, New York, Oxford University Press.

Sheffrin, S. M. et al. (1988) *Macroeconomics, Theory and Policy*, USA, South-Western Publishing co.

Sioum , Admasu S. (2002) *Private investment and public policy in sub-Saharan Africa: an empirical analysis*, The Institute of Social Studies, Working Paper n° 356.

Venner, K. Dwight (2004) *Sustainable Capital Markets and Regional Integration: The Case of the Eastern Caribbean Currency Union*, Londres, Commonwealth Secretariat.

Vital, David (1967) *The Inequality of States: A Study of the Small Power in International Relations*, Oxford, Clarendon Press.

Wint, Alvin G. (2003) *Competitiveness in small developing economies: insights from the Caribbean*, Jamaica, The University of the West Indies Press.

World Bank (2004) *The World Bank Annual Report 2004*, Volume 1. Disponível em: [http://www.worldbank.org/html/extpb/2004/pdf/Volume\\_1.pdf](http://www.worldbank.org/html/extpb/2004/pdf/Volume_1.pdf)

Zoromé, A. (2007) *Concept of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition*, IMF, Working Paper 07/87.

## **CD - ROM**

World Bank (2006) *African Development Indicators*.

\_\_\_\_\_ (2007) *World Development Indicators*.

## **INTERNET/SITES**

Banco de Cabo Verde: [www.bcv.cv](http://www.bcv.cv)

Banco Mundial: [www.worldbank.org/](http://www.worldbank.org/)

Dicionário Financeiro: <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/>

FMI: [www.imf.org/external/index.htm](http://www.imf.org/external/index.htm)

Governo de Cabo Verde: [www.governo.cv/](http://www.governo.cv/)

Imprensa Nacional de Cabo Verde: [www.incv.gov.cv](http://www.incv.gov.cv)

Instituto Nacional de Estatística: [www.ine.cv](http://www.ine.cv)

International Finance Discussion Papers: [www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/](http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/)

Normas revista “Notas Económicas” <http://notas-economicas.fe.uc.pt/pt/authors02.htm>

## **PROGRAMA ECONOMÉTRICO**

Gretl - 1.6.5

WinRATS - 6.0

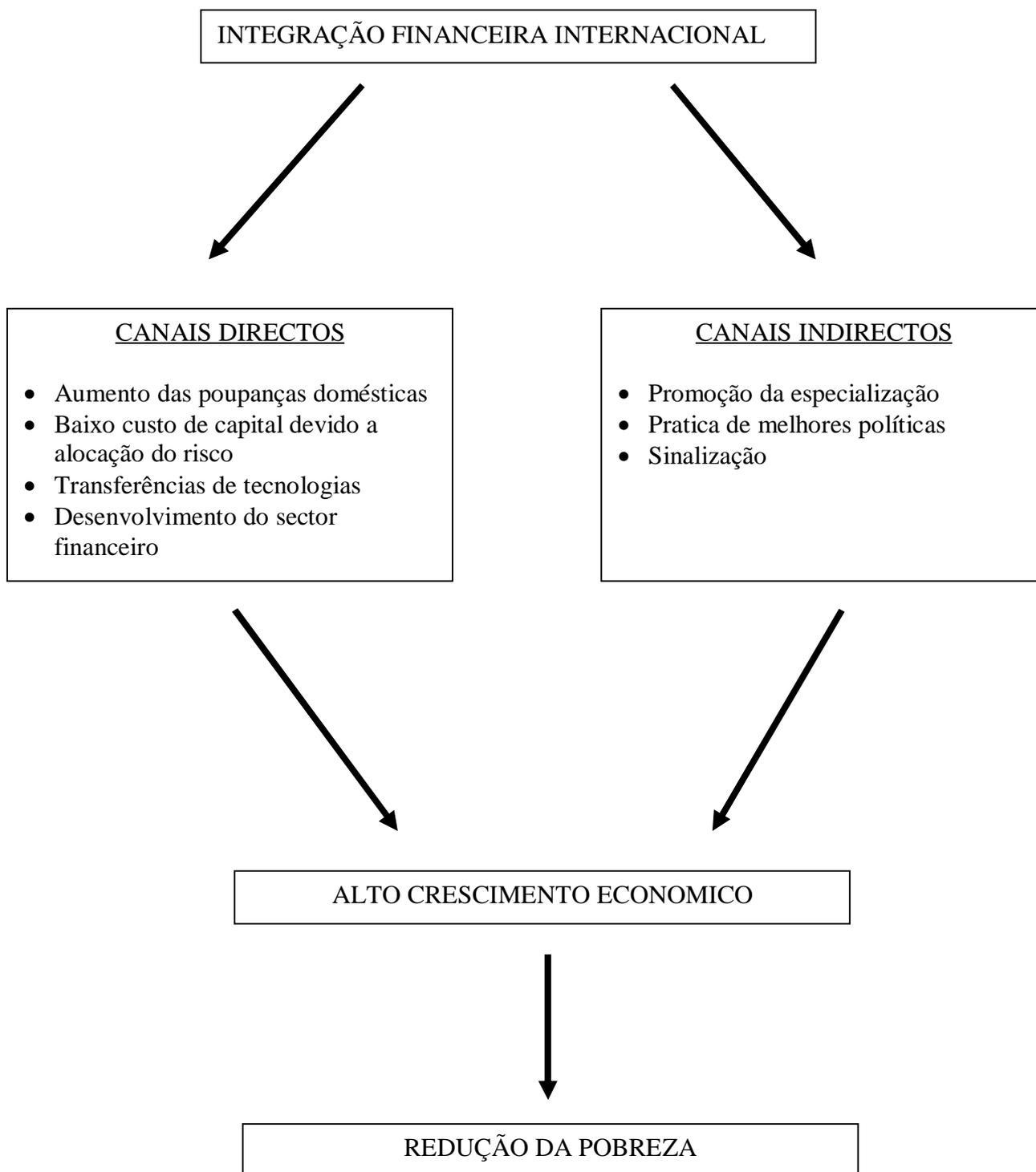
## APÊNDICE A - LISTA DOS PEQUENOS PAÍSES

	Países	População (milhares)	PIB per capita (US\$)
África	Cabo Verde	441	1.330
	Comoros	558	380
	Djibuti	632	880
	Guine Equatorial	457	800
	Gabão	1.230	3.190
	Gâmbia,	1.303	340
	Guiné-Bissau	1.199	180
	Maurícias	1.186	3.750
	São Tomé e Príncipe	148	290
	Seychelles	81	7.050
	Suazilândia	1.045	1.390
Leste da Ásia Pacífico	Brunei	338	..
	Ilhas Cook	20	..
	Fiji	812	1.820
	Kiribati	96	950
	Ilhas Marshall	52	1.970
	Fed. Estados Micronésia	118	2.110
	Ilha Nauru	11	..
	Ilhas Niue	2	..
	Palau	19	..
	Samoa	170	1.450
	Ilhas Salomão	447	620
	Timor-Leste	800	..
	Ilhas Tonga	100	1.660
	Tuvalu	11	1.150
Ilhas de Vanuatu	197	1.150	
América Latina	Antígua e Barbuda	68	9.440
	Bahamas	303	14.960
	Barbados	267	9.250
	Belize	240	3.110
	Dominica	73	..
	Grenada	98	3.770
	Guiana	761	860
	S. Cristóvão e Nevis	41	6.570
	St. Lucia	156	4.120
	S. Vicente e Grenadines	115	2.720
	Suriname	417	1.890
Trinidad & Tobago	1.301	4.930	
Outras Regiões	Barém	691	..
	Butão	805	590
	Chipre	757	12.370
	Estónia	1.369	3.580
	Maldivas	276	1.960
	Malta	390	9.120
	Qatar	585	..

Fonte: World Bank, (2000); Alto rendimento – PIB pc  $\geq$  \$9.631; Médio rendimento – PIB pc [\$3.031, \$9.630]  
Médio baixo rendimento – PIB pc [\$761, \$3.030]; Baixo rendimento – PIB pc  $\leq$  \$760.

## APÊNDICE B - Canais de Integração Financeira Vs Crescimento Económico

Canais pelo qual a integração financeira pode aumentar o crescimento económico



Fonte: Prasad, Eswar, et al. WP: 10942, NBER

## **APÊNDICE C - DEFINIÇÃO E COMPOSIÇÃO DAS VARIÁVEIS**

*Crédito Privado* – crédito ao sector privado da economia (exclui o Governo).

*Crédito Bancário* – abrange a soma de crédito ao sector público não financeiro, crédito ao sector privado e outras contas.

*Inflação (PIB deflactor)* – é o rácio entre o PIB corrente e o PIB constante, tendo como base o ano de 1995. O PIB deflactor é definido como o índice de preços que mede a variação do nível de preços do PIB relativamente ao produto real.

*Investimento total* – é constituído por gastos com os activos imobilizados da economia do país e as mudanças no nível do stock. Os imobilizados incluem melhoramentos no terreno (construções de diques, cercas, vales, etc.), instalações, máquinas e aquisições de equipamentos, bem como a construção de estradas ferroviárias e similares, escolas, escritórios, hospitais, residências particulares e comerciais e edifícios industriais. O stock inclui as reservas feitas pelas empresas para satisfazer as flutuações temporárias ou inesperadas nas produções ou vendas. As aquisições líquidas de valores são também consideradas investimentos.

*Passivo Líquido (M3)* – corresponde a soma da moeda e depósitos no banco central (M0), mais transferências de depósitos e moedas electrónicas (M1), acrescido de depósitos de poupança e a prazo, transferências de depósitos em moeda estrangeira, certificados de depósitos, valores mobiliários e acordos (M2), adicionado de travellers cheques depósitos a prazo em moeda estrangeira, papel comercial, e acções de fundos mútuos ou fundos de mercados detidos por residentes.

*Taxa de juro de empréstimos* – é a taxa cobrada pelos bancos nos empréstimos aos clientes.

*PIB per capita* – é o produto interno bruto dividido pela média da população. O PIB é a soma do valor acrescentado bruto na economia pelos produtores residentes, acrescentado dos impostos e deduzidos quaisquer subsídios não incluídos no valor dos produtos. É calculado sem fazer deduções das depreciações dos bens fabricados ou da extinção ou degradação dos recursos naturais.

*Serviço da dívida* – é a soma das amortizações do capital e juros dos bens ou serviços e dívidas de longo prazo, pagas em moeda estrangeira, bem como os juros pagos das dívidas de curto prazo e os reembolsos ao FMI.

*Importação* – inclui todas as transacções entre residentes e o resto do mundo que envolve a mudança de propriedade de não residentes para residentes de mercadorias em geral, de mercadorias enviadas para transformação e reparação, de ouros não monetários, e de serviços.

*Exportação* – abarca todas as transacções entre residentes e o resto do mundo que envolve a mudança de propriedade de residentes para não residentes de mercadorias em geral, de mercadorias enviadas para transformação e reparação, de ouros não monetários, e de serviços.

*Remessas dos emigrantes* – são as transferências correntes efectuadas por emigrantes que trabalham ou pretendem permanecer por mais de um ano em outra economia onde são considerados residentes.

*Consumo do governo* – corresponde ao consumo final das administrações públicas (consumo público), inclui todas as despesas correntes em relação às compras governamentais de bens e serviços (incluindo a remuneração dos empregados). Também inclui a maioria dos gastos em defesa nacional e segurança, mas exclui as despesas militares governamentais.

## APÊNDICE D - DADOS UTILIZADOS

Ano	Δ PIB pc	C. Governo	Import	Export	R.Emig	C. Banc	C. Priv	Inflação	S. Divida	M3	Invest.	Tx Juro
1982	3,44348	7,58188	91,95031	28,74588	21,74282	31,66066	11,57986		2,472012	55,4595	53,2535	6,5
1983	8,516976	8,6964	110,1324	31,49566	19,3765	36,41147	16,08524	-1,0098	5,038212	60,3065	54,5514	6,5
1984	8,032886	8,84178	90,62125	32,99688	20,10786	36,56555	16,51844	3,70779	9,901352	58,7878	54,8202	6,5
1985	5,610569	8,95593	87,06759	38,9585	21,27042	39,61755	21,57889	4,13674	9,590836	62,7907	54,208	10
1986	0,365866	12,4678	47,50211	35,70271	12,50492	27,6129	14,98823	7,07405	7,482144	44,3295	32,8091	10
1987	0,495355	13,9494	42,98506	41,96792	12,18007	28,58714	16,88784	7,18511	9,650344	43,7602	28,4687	10
1988	3,784339	12,2013	41,22526	35,79613	12,21447	27,84647	10,56918	5,42617	9,246732	45,7769	22,2051	10
1989	3,424543	13,6956	46,48848	26,47813	13,63432	30,89378	12,49957	3,52873	6,473792	48,09	23,9366	10
1990	-1,55488	14,7244	43,70503	29,08414	14,53528	34,49513	14,52211	2,31988	4,816743	53,4623	22,9015	10
1991	-0,95642	15,67	41,47515	26,63574	15,07862	41,37946	15,73749	4,29258	6,990836	58,729	26,2224	10
1992	0,78104	15,722	48,80092	22,16774	15,57577	45,20895	17,66355	3,41172	8,054861	62,1061	34,4532	10
1993	4,45238	17,6133	49,2874	25,0637	17,42941	49,18381	25,67697	1,86763	5,116178	67,2195	39,742	10
1994	4,339187	18,3138	54,40611	30,79395	18,67969	52,4687	22,4876	7,68825	6,22764	65,5158	43,3522	10,66667
1995	4,932442	19,849	55,49735	32,36827	18,33986	55,76717	27,56015	4,26417	5,032838	66,1544	42,4349	12
1996	1,573344	17,4233	54,8941	36,09454	18,21413	56,17919	29,43714	5,7669	3,862932	66,0019	24,1106	12
1997	2,978935	16,2339	55,88882	46,14189	13,85717	59,57343	31,15595	7,87448	6,781334	64,3502	22	12,05583
1998	4,953232	15,0273	57,15324	38,59226	14,38612	56,33634	31,06499	4,56241	10,04797	58,8974	19,8	12,51417
1999	6,120498	19,4212	60,88735	36,98877	13,58006	52,05514	30,45332	4,99912	9,479791	59,3285	20,9	12,03133
2000	4,142602	21,2877	62,19283	44,2445	13,23977	65,28538	30,38852	-1,2009	6,807996	64,0362	19,7	11,93817
2001	1,384731	11,2537	63,7201	47,58463	14,54017	65,45383	32,75147	2,70113	5,506107	66,0437	18,3	12,84917
2002	2,155367	11,7313	68,07674	46,22153	12,98261	69,49349	34,47355	1,80657	7,588797	70,4281	20,9	13,17333
2003	3,718714	14,742	66,29095	47,88619	14,47886	70,18678	36,87574	1,5958	5,267691	71,1591	18,7	12,73167
2004	1,975829	14,7672	62,2497	50,91494	12,46692	69,96659	38,27608	3,53189	5,62413	73,1207	20,4	12,69

Fonte: WB ADI/06 e WB WDI/07

## APÊNDICE E - CO-INTEGRAÇÃO PELO MÉTODO DE JOHANSEN

### Modelo 1:

#### Variáveis: Investimento, Taxa de juro e passivo líquido

Número de equações = 3  
Ordem de "lag" = 1  
Período de estimação: 1983 - 2004 (T = 22)

Caso 3: Constante sem restrições

Ordem	Valor próprio	Teste Trace [p-value]	Teste Lmax [p-value]
0	0,73789	38,579 [0,0033]	29,458 [0,0018]
1	0,30624	9,1206 [0,3609]	8,0438 [0,3827]
2	0,04777	1,0769 [0,2994]	1,0769 [0,2994]

#### Variáveis: Investimento, Taxa de juro e Crédito privado

Número de equações = 3  
Ordem de "lag" = 1  
Período de estimação: 1983 - 2004 (T = 22)

Caso 3: Constante sem restrições

Ordem	Valor próprio	Teste Trace [p-value]	Teste Lmax [p-value]
0	0,62711	29,249 [0,0582]	21,702 [0,0396]
1	0,28217	7,5463 [0,5221]	7,2936 [0,4638]
2	0,01142	0,2527 [0,6152]	0,2527 [0,6152]

#### Variáveis: Investimento, Taxa de juro e Crédito bancário

Número de equações = 3  
Ordem de "lag" = 1  
Período de estimação: 1983 - 2004 (T = 22)

Caso 3: Constante sem restrições

Ordem	Valor próprio	Teste Trace [p-value]	Teste Lmax [p-value]
0	0,69061	34,169 [0,0139]	25,810 [0,0083]
1	0,30580	8,3591 [0,4351]	8,0299 [0,3841]
2	0,01485	0,3291 [0,5661]	0,3291 [0,5661]

## Modelo 4:

### Variáveis: Investimento, Taxa de juro, Consumo do governo, Importação, Exportação e Passivo líquido

Número de equações = 6

Ordem de "lag" = 1

Período de estimação: 1983 - 2004 (T = 22)

Caso 3: Constante sem restrições

Ordem	Valor próprio	Teste Trace [p-value]	Teste Lmax [p-value]
0	0,88557	105,11 [0,0086]	47,691 [0,0037]
1	0,72859	57,422 [0,3250]	28,691 [0,1879]
2	0,44418	28,731 [0,7810]	12,921 [0,8803]
3	0,36329	15,810 [0,7311]	9,9318 [0,7533]
4	0,17334	5,8784 [0,7123]	4,1878 [0,8337]
5	0,073964	1,6905 [0,1935]	1,6905 [0,1935]

### Variáveis: Investimento, Taxa de juro, Consumo do governo, Importação, Exportação e Crédito privado

Número de equações = 6

Ordem de "lag" = 1

Período de estimação: 1983 - 2004 (T = 22)

Caso 3: Constante sem restrições

Ordem	Valor próprio	Teste Trace [p-value]	Teste Lmax [p-value]
0	0,87042	106,41 [0,0066]	44,957 [0,0098]
1	0,72352	61,453 [0,1936]	28,284 [0,2063]
2	0,51169	33,170 [0,5518]	15,770 [0,6916]
3	0,41057	17,400 [0,6204]	11,629 [0,5958]
4	0,19100	5,7710 [0,7244]	4,6630 [0,7816]
5	0,049118	1,1080 [0,2925]	1,1080 [0,2925]

### Variáveis: Investimento, Taxa de juro, Consumo do governo, Importação, Exportação e Crédito bancário

Número de equações = 6

Ordem de "lag" = 1

Período de estimação: 1983 - 2004 (T = 22)

Caso 3: Constante sem restrições

Ordem	Valor próprio	Teste Trace [p-value]	Teste Lmax p-value
0	0,95287	125,31 [0,0001]	67,205 [0,0000]
1	0,68363	58,108 [0,2998]	25,318 [0,3761]
2	0,52262	32,789 [0,5727]	16,268 [0,6463]
3	0,35232	16,522 [0,6819]	9,5558 [0,7852]
4	0,17694	6,9659 [0,5877]	4,2841 [0,8235]
5	0,11476	2,6818 [0,1015]	2,6818 [0,1015]

## APÊNDICE F - ESTIMAÇÃO DOS MODELOS PELO VECM

### Modelo 1:

**Variáveis endógenas: Investimento, Taxa de juro e passivo líquido**

**Variáveis Exógenas: Taxa de crescimento de PIB *per capita* real**

Sistema VECM, grau de "lag" 1

Estimativas Maximum likelihood, observações 1983-2004 (T = 22)

Ordem de cointegração = 1

Caso 3: Constante sem restrições

Vectores de co-integração (erros padrão em parêntesis)

ivt(-1)	1,0000 (0,00000)
r(-1)	6,0490 (0,53272)
m3(-1)	-0,53928 (0,12201)

Verosimilhança-Logarítmica = -142,207

Determinante da matriz de co-variâncias = 82,6215

AIC = 14,2915      BIC = 15,0354      HQC = 14,4668

#### Equação 1: d\_ivt (Investimento)

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	49,1930	6,49403	7,575	0,00001 ***
dy	0,5769	0,26429	2,183	0,04178 **
EC1	-0,8318	0,10139	-8,204	0,00001 ***

Média da variável dependente = -1,49334      Desvio padrão da variável dependente = 6,7539

Soma dos resíduos quadrados = 224,497      Erro padrão dos resíduos = 3,19443

R-quadrado não-ajustado = 0,765641      Estatística de Durbin-Watson = 1,53178

Coefficiente de autocorrelação de primeira-ordem = 0,232023

#### Equação 2: d\_r (Taxa de juro)

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	-0,0963931	1,61158	-0,060	0,95293
dy	0,0574301	0,06558	0,876	0,39218
EC1	0,0030361	0,02516	0,121	0,90523

Média da variável dependente = 0,281364      Desvio padrão da variável dependente = 0,8257

Soma dos resíduos quadrados = 13,8257      Erro padrão dos resíduos = 0,792742

R-quadrado não-ajustado = 0,0343445      Estatística de Durbin-Watson = 2,19419

Coefficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,111784

#### Equação 3: d\_m3 (Passivo líquido)

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	30,1211	7,93462	3,796	0,00122 ***
dy	0,1399	0,32292	0,433	0,66971
EC1	-0,4712	0,12388	-3,804	0,00120 ***

Média da variável dependente = 0,802782 Desvio padrão da variável dependente = 5,15536  
 Soma dos resíduos quadrados = 335,147 Erro padrão dos resíduos = 3,90307  
 R-quadrado não-ajustado = 0,399521 Estatística de Durbin-Watson = 2,32914  
 Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,182653

### Teste LM para auto-correlação até à ordem 1

#### Equação 1: Investimento

Estatística alternativa:  $TR^2 = 1,362912$ ,  
 com p-value =  $P(\text{Qui-quadrado}(1) > 1,36291) = 0,243$

### Teste ARCH de ordem 1

#### Equação 1: Investimento

PARÂMETRO	ESTIMATIVA	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
alpha(0)	7,32229	3,56416	2,054	0,05395 *
alpha(1)	0,314203	0,217493	1,445	0,16484

Hipótese nula: o efeito ARCH não está presente  
 Estatística de teste:  $TR^2 = 2,07843$  com p-value =  $P(\text{Chi-Square}(1) > 2,07843) = 0,149394$

### Matriz de Correlação dos Resíduos

	lvt	r	m3
lvt	1,000	0,089225	0,37224
r	0,089225	1,0000	0,12732
m3	0,37224	0,12732	1,0000

## Variáveis endógenas: Investimento, Taxa de juro e crédito privado

### Variáveis Exógenas: Taxa de crescimento de PIB *per capita* real

Sistema VECM, grau de "lag" 1  
 Estimativas Maximum likelihood, observações 1983-2004 (T = 22)  
 Ordem de cointegração = 1  
 Caso 3: Constante sem restrições

Vectores de cointegração (erros padrão em parentís)

ivt(-1) 1,0000  
 (0,00000)  
 r(-1) 5,6621  
 (1,3709)  
 cp(-1) -0,27312  
 (0,30139)

Verossimilhança-Logarítmica = -140,448  
 Determinante da matriz de covariâncias = 70,4122  
 AIC = 14,1316 BIC = 14,8755 HQC = 14,3069

### Equação 1: d\_ivt (Investimento)

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	51,1262	9,69992	5,271	0,00004 ***
dy	0,8138	0,34212	2,379	0,02801 **
EC1	-0,6495	0,11449	-5,673	0,00002 ***

Média da variável dependente = -1,49334 Desvio padrão da variável dependente = 6,7539  
Soma dos resíduos quadrados = 370,01 Erro padrão dos resíduos = 4,10105  
R-quadrado não-ajustado = 0,613736 Estatística de Durbin-Watson = 1,01588  
Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = 0,491882

### Equação 2: d\_r (Taxa de juro)

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	-1,01417	1,86034	-0,545	0,59199
dy	0,05240	0,06561	0,799	0,43438
EC1	0,01323	0,02195	0,603	0,55382

Média da variável dependente = 0,281364 Desvio padrão da variável dependente = 0,8257  
Soma dos resíduos quadrados = 13,6101 Erro padrão dos resíduos = 0,786537  
R-quadrado não-ajustado = 0,049402 Estatística de Durbin-Watson = 2,34619  
Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,187555

### Equação 3: d\_cp (Crédito privado)

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	5,85032	7,56400	0,773	0,44878
dy	0,23925	0,26679	0,897	0,38106
EC1	-0,06361	0,08928	-0,712	0,48482

Média da variável dependente = 1,21346 Desvio padrão da variável dependente = 3,35897  
Soma dos resíduos quadrados = 224,999 Erro padrão dos resíduos = 3,19801  
R-quadrado não-ajustado = 0,0503811 Estatística de Durbin-Watson = 2,61317  
Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,316973

## Teste LM para auto-correlação até à ordem 1

### Equação 1: Investimento

Estatística alternativa:  $TR^2 = 7,818716$ ,  
com p-value =  $P(\text{Qui-quadrado}(1) > 7,81872) = 0,00517$

## Teste ARCH de ordem 1

### Equação 1: Investimento

PARÂMETRO	ESTIMATIVA	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
alpha(0)	13,0436	6,12361	2,130	0,04646 **
alpha(1)	0,2608	0,22073	1,182	0,25196

Hipótese nula: o efeito ARCH não está presente  
Estatística de teste:  $TR^2 = 1,43739$  com p-value =  $P(\text{Chi-Square}(1) > 1,43739) = 0,230562$

## Variáveis endógenas: Investimento, Taxa de juro e crédito bancário

### Variáveis Exógenas: Taxa de crescimento de PIB *per capita* real

Sistema VECM, grau de "lag" 1

Estimativas Maximum likelihood, observações 1983-2004 (T = 22)

Ordem de cointegração = 1

Caso 3: Constante sem restrições

Vectores de cointegração (erros padrão em parentésis)

ivt(-1)	1,0000 (0,00000)
r(-1)	7,5197 (1,0921)
cb(-1)	-0,41092 (0,14165)

Verossimilhança-Logarítmica = -145,583

Determinante da matriz de covariâncias = 112,302

AIC = 14,5985      BIC = 15,3424      HQC = 14,7737

#### Equação 1: d\_ivt (Investimento)

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	61,5007	9,37483	6,560	0,00001 ***
dy	0,4273	0,29779	1,435	0,16750
EC1	-0,7031	0,10081	-6,975	0,00001 ***

Média da variável dependente = -1,49334    Desvio padrão da variável dependente = 6,7539

Soma dos resíduos quadrados = 283,778    Erro padrão dos resíduos = 3,59152

R-quadrado não-ajustado = 0,703756    Estatística de Durbin-Watson = 1,25185

Coefficiente de autocorrelação de primeira-ordem = 0,37156

#### Equação 2: d\_r (Taxa de juro)

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	0,265895	2,06963	0,128	0,8991
dy	0,057111	0,06574	0,869	0,3958
EC1	0,001850	0,02225	-0,083	0,9346

Média da variável dependente = 0,281364    Desvio padrão da variável dependente = 0,8257

Soma dos resíduos quadrados = 13,8305    Erro padrão dos resíduos = 0,792879

R-quadrado não-ajustado = 0,034009    Estatística de Durbin-Watson = 2,13463

Coefficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,0826798

#### Equação 3: d\_cb (Crédito bancário)

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	27,5853	10,5918	2,604	0,01742 **
dy	0,0265	0,33645	0,079	0,93800
EC1	-0,2832	0,11390	-2,487	0,02237 **

Média da variável dependente = 1,74118    Desvio padrão da variável dependente = 4,70571

Soma dos resíduos quadrados = 362,236    Erro padrão dos resíduos = 4,05774

R-quadrado não-ajustado = 0,22103    Estatística de Durbin-Watson = 2,30531

Coefficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,183885

## Teste LM para auto-correlação até à ordem 1

### Equação 1: Investimento

Estatística alternativa:  $TR^2 = 3,497988$ ,  
com p-value =  $P(\text{Qui-quadrado}(1) > 3,49799) = 0,0614$

## Teste ARCH de ordem 1

### Equação 1: Investimento

PARÂMETRO	ESTIMATIVA	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
alpha(0)	7,11026	4,24903	1,673	0,11064
alpha(1)	0,469323	0,203300	2,309	0,03238 **

Hipótese nula: o efeito ARCH não está presente

Estatística de teste:  $TR^2 = 4,59999$  com p-value =  $P(\text{Chi-Square}(1) > 4,59999) = 0,0319721$

## Modelo 4:

### Variáveis endógenas: Investimento, Taxa de juro, Consumo do governo, Importação, Exportação e Passivo líquido

Sistema VECM, grau de "lag" 1

Estimativas Maximum likelihood, observações 1983-2004 (T = 22)

Ordem de cointegração = 1

Caso 3: Constante sem restrições

Vectores de cointegração (erros padrão em parentésis)

ivt(-1)	1,0000
	(0,00000)
r(-1)	9,8123
	(0,86749)
m(-1)	0,19584
	(0,076859)
x(-1)	-0,40045
	(0,14732)
cg(-1)	-0,75303
	(0,25424)
m3(-1)	-0,94634
	(0,13566)

Verossimilhança-Logarítmica = -325,334

Determinante da matriz de covariâncias = 281690,

AIC = 33,3940

BIC = 35,4769

HQC = 33,8847

### Equação 1: d\_ivt (Investimento)

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	43,5306	6,74374	6,455	0,00001 ***
EC1	-0,6886	0,10240	-6,724	0,00001 ***

Média da variável dependente = -1,49334 Desvio padrão da variável dependente = 6,7539  
 Soma dos resíduos quadrados = 313,519 Erro padrão dos resíduos = 3,77503  
 R-quadrado não-ajustado = 0,672709 Estatística de Durbin-Watson = 2,33328  
 Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,181957

#### **Equação 2: d\_r (Taxa de juro)**

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	1,66039	1,41037	1,177	0,25291
EC1	-0,02109	0,02141	-0,985	0,33648

Média da variável dependente = 0,281364 Desvio padrão da variável dependente = 0,8257  
 Soma dos resíduos quadrados = 13,7129 Erro padrão dos resíduos = 0,789501  
 R-quadrado não-ajustado = 0,0422233 Estatística de Durbin-Watson = 1,82908  
 Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = 0,0760703

#### **Equação 3: d\_m (Importação)**

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	44,9045	16,0405	2,799	0,01107 **
EC1	-0,7074	0,2435	-2,904	0,00877 ***

Média da variável dependente = -1,35003 Desvio padrão da variável dependente = 10,8098  
 Soma dos resíduos quadrados = 1773,77 Erro padrão dos resíduos = 8,9792  
 R-quadrado não-ajustado = 0,277156 Estatística de Durbin-Watson = 1,94525  
 Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,0973173

#### **Equação 4: d\_x (Exportação)**

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	-0,884814	8,72753	-0,101	0,92026
EC1	0,028944	0,13252	0,218	0,82933

Média da variável dependente = 1,00768 Desvio padrão da variável dependente = 5,00591  
 Soma dos resíduos quadrados = 525,104 Erro padrão dos resíduos = 4,88553  
 R-quadrado não-ajustado = 0,00216349 Estatística de Durbin-Watson = 2,17792  
 Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,0973908

#### **Equação 5: d\_cg (Consumo do governo)**

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	-8,94927	4,52721	-1,977	0,06202 *
EC1	0,14186	0,06874	2,064	0,05227 *

Média da variável dependente = 0,326605 Desvio padrão da variável dependente = 2,83386  
 Soma dos resíduos quadrados = 141,294 Erro padrão dos resíduos = 2,53426  
 R-quadrado não-ajustado = 0,162183 Estatística de Durbin-Watson = 1,97041  
 Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = 0,0112903

#### **Equação 6: d\_m3 (Passivo líquido)**

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	25,7517	7,22903	3,562	0,00195 ***
EC1	-0,3815	0,10977	-3,476	0,00238 ***

Média da variável dependente = 0,802782 Desvio padrão da variável dependente = 5,15536  
 Soma dos resíduos quadrados = 360,265 Erro padrão dos resíduos = 4,04669

R-quadrado não-ajustado = 0,354517      Estatística de Durbin-Watson = 2,40616  
 Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,228896

### Teste LM para auto-correlação até à ordem 1

#### Equação 1: Investimento

Estatística alternativa:  $TR^2 = 0,707148$ ,  
 com p-value =  $P(\text{Qui-quadrado}(1) > 0,707148) = 0,4$

### Teste ARCH de ordem 1

#### Equação 1: Investimento

PARÂMETRO	ESTIMATIVA	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
alpha(0)	14,9636	4,94750	3,024	0,00697 ***
alpha(1)	-0,0266	0,23225	-0,115	0,90973

Hipótese nula: o efeito ARCH não está presente  
 Estatística de teste:  $TR^2 = 0,0145803$  com p-value =  $P(\text{Chi-Square}(1) > 0,0145803) = 0,90389$

### Matriz de Correlação dos Resíduos

	x	r	cg	m3	m	ivt
x	1,0000	0,23941	-0,13423	0,25770	0,10691	0,055179
r	0,23941	1,0000	-0,18796	-0,03660	-0,10913	-0,19109
cg	-0,13423	-0,18796	1,0000	0,14018	0,057683	0,71936
m3	0,25770	-0,03660	0,14018	1,0000	0,63412	0,43165
m	0,10691	-0,10913	0,057683	0,63412	1,0000	0,39069
ivt	0,055179	-0,19109	0,71936	0,43165	0,39069	1,0000

## Variáveis endógenas: Investimento, Taxa de juro, Consumo do governo, Importação, Exportação e Crédito Privado

Sistema VECM, grau de "lag" 1  
 Estimativas Maximum likelihood, observações 1983-2004 (T = 22)  
 Ordem de cointegração = 1  
 Caso 3: Constante sem restrições

Vectores de cointegração (erros padrão em parentésis)

ivt(-1)	1,0000 (0,00000)
r(-1)	14,364 (1,4243)
m(-1)	0,45291 (0,10634)
x(-1)	0,42596 (0,17407)
cg(-1)	0,27042 (0,37129)
cp(-1)	-2,3847 (0,31101)

Verosimilhança-Logarítmica = -323,325  
 Determinante da matriz de covariâncias = 234666,  
 AIC = 33,2114      BIC = 35,2943      HQC = 33,7020

#### **Equação 1: d\_ivt (Investimento)**

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	98,1128	14,7203	6,665	0,00001 ***
EC1	-0,5687	0,0839	-6,777	0,00001 ***

Média da variável dependente = -1,49334    Desvio padrão da variável dependente = 6,7539  
 Soma dos resíduos quadrados = 310,269    Erro padrão dos resíduos = 3,75541  
 R-quadrado não-ajustado = 0,676102      Estatística de Durbin-Watson = 2,27822  
 Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,152159

#### **Equação 2: d\_r (Taxa de juro)**

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	3,15533	3,10202	1,017	0,32121
EC1	-0,01640	0,01768	-0,928	0,36455

Média da variável dependente = 0,281364    Desvio padrão da variável dependente = 0,8257  
 Soma dos resíduos quadrados = 13,7782    Erro padrão dos resíduos = 0,79138  
 R-quadrado não-ajustado = 0,0376588      Estatística de Durbin-Watson = 1,85513  
 Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = 0,0633744

#### **Equação 3: d\_m (Importação)**

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	111,239	33,7024	3,301	0,00357 ***
EC1	-0,642	0,1921	-3,346	0,00322 ***

Média da variável dependente = -1,35003    Desvio padrão da variável dependente = 10,8098  
 Soma dos resíduos quadrados = 1626,4    Erro padrão dos resíduos = 8,59809  
 R-quadrado não-ajustado = 0,337216      Estatística de Durbin-Watson = 1,7697  
 Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,0173362

#### **Equação 4: d\_x (Exportação)**

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	14,0800	18,9665	0,742	0,46650
EC1	-0,0746	0,1081	-0,690	0,49797

Média da variável dependente = 1,00768    Desvio padrão da variável dependente = 5,00591  
 Soma dos resíduos quadrados = 515,087    Erro padrão dos resíduos = 4,8387  
 R-quadrado não-ajustado = 0,0211977      Estatística de Durbin-Watson = 1,99912  
 Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,00463382

#### **Equação 5: d\_cg (Consumo do governo)**

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	-9,16360	10,6618	-0,859	0,40026
EC1	0,05418	0,0607	0,891	0,38330

Média da variável dependente = 0,326605    Desvio padrão da variável dependente = 2,83386  
 Soma dos resíduos quadrados = 162,766    Erro padrão dos resíduos = 2,72001  
 R-quadrado não-ajustado = 0,0348614      Estatística de Durbin-Watson = 2,11271  
 Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,0583384

### **Equação 6: d\_cp (Crédito privado)**

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	12,9419	12,6175	1,026	0,31728
EC1	-0,0669	0,0719	-0,931	0,36300

Média da variável dependente = 1,21346 Desvio padrão da variável dependente = 3,35897  
Soma dos resíduos quadrados = 227,957 Erro padrão dos resíduos = 3,21896  
R-quadrado não-ajustado = 0,0378979 Estatística de Durbin-Watson = 2,73733  
Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,392569

### **Teste LM para auto-correlação até à ordem 1**

#### **Equação 1: Investimento**

Estatística alternativa:  $TR^2 = 0,507457$ ,  
com p-value =  $P(\text{Qui-quadrado}(1) > 0,507457) = 0,476$

### **Teste ARCH de ordem 1**

#### **Equação 1: Investimento**

PARÂMETRO	ESTIMATIVA	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
alpha(0)	11,8334	4,55410	2,598	0,01765 **
alpha(1)	0,1763	0,23015	0,766	0,45287

Hipótese nula: o efeito ARCH não está presente  
Estatística de teste:  $TR^2 = 0,629689$  com p-value =  $P(\text{Chi-Square}(1) > 0,629689) = 0,427469$

## **Variáveis endógenas: Investimento, Taxa de juro, Consumo do governo, Importação, Exportação e Crédito Bancário**

Sistema VECM, grau de "lag" 1  
Estimativas Maximum likelihood, observações 1983-2004 (T = 22)  
Ordem de cointegração = 1  
Caso 3: Constante sem restrições

Vectores de cointegração (erros padrão em parentesis)

ivt(-1)	1,0000 (0,00000)
r(-1)	16,931 (0,93125)
m(-1)	0,56253 (0,070103)
x(-1)	-0,34710 (0,12505)
cg(-1)	-0,46869 (0,25647)
cb(-1)	-1,3437 (0,10343)

Verossimilhança-Logarítmica = -316,477  
Determinante da matriz de covariâncias = 125920,  
AIC = 32,5888      BIC = 34,6717      HQC = 33,0795

### Equação 1: d\_ivt (Investimento)

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	72,6897	10,4413	6,962	0,00001 ***
EC1	-0,4578	0,0642	-7,124	0,00001 ***

Média da variável dependente = -1,49334 Desvio padrão da variável dependente = 6,7539  
Soma dos resíduos quadrados = 289,654 Erro padrão dos resíduos = 3,62851  
R-quadrado não-ajustado = 0,697622 Estatística de Durbin-Watson = 2,4487  
Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,228625

### Equação 2: d\_r (Taxa de juro)

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	3,61230	2,20946	1,635	0,11771
EC1	-0,0205	0,01360	-1,512	0,14624

Média da variável dependente = 0,281364 Desvio padrão da variável dependente = 0,8257  
Soma dos resíduos quadrados = 12,9701 Erro padrão dos resíduos = 0,76782  
R-quadrado não-ajustado = 0,0941042 Estatística de Durbin-Watson = 1,61123  
Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = 0,183876

### Equação 3: d\_m (Importação)

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	89,9130	23,3006	3,859	0,00098 ***
EC1	-0,5633	0,1434	-3,928	0,00083 ***

Média da variável dependente = -1,35003 Desvio padrão da variável dependente = 10,8098  
Soma dos resíduos quadrados = 1442,47 Erro padrão dos resíduos = 8,09733  
R-quadrado não-ajustado = 0,412169 Estatística de Durbin-Watson = 1,84525  
Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,0534107

### Equação 4: d\_x (Exportação)

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	0,721426	14,0735	0,051	0,95963
EC1	0,001766	0,0866	0,020	0,98393

Média da variável dependente = 1,00768 Desvio padrão da variável dependente = 5,00591  
Soma dos resíduos quadrados = 526,232 Erro padrão dos resíduos = 4,89077  
R-quadrado não-ajustado = 1,89091e-005 Estatística de Durbin-Watson = 2,14917  
Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,0820717

### Equação 5: d\_cg (Consumo do governo)

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	-15,9215	7,16999	-2,221	0,03809 **
EC1	0,1002	0,04413	2,272	0,03425 **

Média da variável dependente = 0,326605 Desvio padrão da variável dependente = 2,83386  
Soma dos resíduos quadrados = 136,587 Erro padrão dos resíduos = 2,49168  
R-quadrado não-ajustado = 0,190095 Estatística de Durbin-Watson = 1,95385  
Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = 0,0176961

### **Equação 6: d\_cb (Crédito bancário)**

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
const	32,4171	11,4898	2,821	0,01055 **
EC1	-0,1893	0,0707	-2,677	0,01448 **

Média da variável dependente = 1,74118 Desvio padrão da variável dependente = 4,70571

Soma dos resíduos quadrados = 350,748 Erro padrão dos resíduos = 3,99288

R-quadrado não-ajustado = 0,245733 Estatística de Durbin-Watson = 2,58956

Coefficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,332845

### **Teste LM para auto-correlação até à ordem 1**

#### **Equação 1: Investimento**

Estatística alternativa:  $TR^2 = 1,171924$ ,  
com p-value =  $P(\text{Qui-quadrado}(1) > 1,17192) = 0,279$

### **Teste ARCH de ordem 1**

#### **Equação 1: Investimento**

PARÂMETRO	ESTIMATIVA	ERRO PADRÃO	ESTAT. T	P-VALUE
alpha(0)	15,3907	5,27770	2,916	0,00886 ***
alpha(1)	-0,1226	0,22831	-0,537	0,59728

Hipótese nula: o efeito ARCH não está presente

Estatística de teste:  $TR^2 = 0,314331$  com p-value =  $P(\text{Chi-Square}(1) > 0,314331) = 0,575035$

## **ANEXO 1 - PROPOSTA DE REFORMA FINANCEIRA**

Fonte: Ministério das Finanças e Planeamento de Cabo Verde (2005)

### **Reforma Financeira e a Promoção do Mercado de Capitais em Cabo Verde**

Pretende-se transformar Cabo Verde numa atractiva plataforma financeira, consubstanciada no que de mais contemporâneo se verifica na legislação financeira, com elevados padrões de protecção dos investidores, com uma legislação que contemple os acordos internacionais referentes a restituição de capitais ilícitos e, com uma legislação fiscal apelativa e alternativa a outras soluções afins.

Para o efeito, o Ministério das Finanças e Planeamento preparou um conjunto de diplomas com manifestas implicações na dinamização do nosso sistema financeiro, tendo sempre subjacente uma minuciosa supervisão do Banco de Cabo Verde, vincadas exigências de transparência e rigor impostas a todos os intervenientes bem como, a prestação de informação completa e em bases regulares, visando reforçar a segurança e a solidez associadas ao investimento nas suas diversas vertentes.

Refere-se ao: Diploma Regulador dos Organismos de Investimento Colectivo; Diploma que cria as Sociedades de Gestão Financeira; Decreto-Lei sobre Sociedades de Cessão Financeira – *Factoring*; Decreto-Lei do Regime Jurídico das Instituições Financeiras Internacionais; Decreto-Lei sobre Conta Poupança Reformados; Projecto de Lei de alterações à Legislação Fiscal e Proposta de Alteração à lei N.º 43/III/88 de 27 de Dezembro.

Explicitar-se-á de forma abreviada a racionalidade dos diferentes diplomas e as relativas contribuições para a promoção de um mercado financeiro catalizador de recursos económicos e impulsor de poupanças.

### **1. Organismos Colectivos de Investimentos (OIC's)**

(...)

O diploma de OIC foi inspirado em duas directivas da União Europeia e no que de mais escrupuloso vigora na OCDE. Agregou-se num único diploma a disciplina dos fundos mobiliários, imobiliários, e de pensões, subsequentemente explicitados em detalhe.

#### **1.1 Fundos de Investimento Mobiliário**

Os fundos de investimento mobiliário são instrumentos financeiros através dos quais as poupanças individuais são geridas como um único património, por especialistas em mercados financeiros, permitindo que as melhores oportunidades de investimento se tornem acessíveis aos pequenos investidores, em condições idênticas às que dispõem os investidores de grande dimensão.

São de vária ordem os benefícios que se lhes associam. Uma das vantagens, muito propugnada, prende-se com o acesso a uma gestão profissional da carteira de investimentos, assegurada pela Sociedade Gestora, especialmente preparada para realizar a selecção e o acompanhamento dos investimentos, difícil de alcançar por um investidor individual, pelos conhecimentos técnicos e experiência exigidos o que, em princípio, se reflecte em rendibilidades superiores às que seriam obtidas por gestores não profissionais.

Uma outra vantagem do investimento em fundos mobiliários face ao investimento directo em Bolsa, é a impraticabilidade de um pequeno aforrador aceder facilmente a um *portfolio* diversificado de activos, seja por classes de activos, áreas geográficas e sectores de actividade.

(...)

Por regra, o investimento em fundos mobiliários é menos arriscado que o investimento em activo isolados, porque o investimento colectivo possibilita a diversificação adequada para se mitigar as possibilidades de perda.

## 1.2. Fundos de Investimento Imobiliário

Um fundo de investimento imobiliário caracteriza-se pela agregação de poupanças de entidades individuais e colectivas num único património, para a sua aplicação na compra, arrendamento, permuta, construção e venda de bens imóveis. Estes capitais são convertidos em unidades de participação e garantem aos seus subscritores um direito de co-propriedade sobre o património imobiliário do fundo, passando a ter direito, por um lado à quota-parte nos rendimentos patrimoniais (rendas e mais valias realizadas) e por outro lado à valorização do capital investido através da valorização constante dos imóveis do fundo.

Entre as grandes vantagens dos fundos mobiliários está a possibilidade de se fraccionar avultados investimentos, abrindo acesso ao investimento de pequenos e médios aforradores, com baixos custos de transacção, gestão profissionalizada, o que à partida se reflecte em aumentos de rentabilidade.

Poderão ser mencionadas outras vantagens que os investidores directos não teriam, como uma maior agilidade nos investimentos em imóveis sem a burocracia das certidões, escrituras, assinaturas do cônjuge. Além disso, ao contrário de um imóvel, em caso de necessidade, o investidor pode desfazer-se de apenas uma fracção da sua aplicação e com maior celeridade.

Os fundos imobiliários são na sua maioria constituídos por *shopings center*, centros empresariais, grandes empreendimentos turísticos e habitacionais e são incontornáveis as suas contribuições na dinamização do sector imobiliário e financeiro.

## 1.3. Fundos de Pensões

(...)

Em Cabo Verde, apesar do sistema ser jovem e ter reservas consideráveis de activos, estudos coordenados pelo Banco Mundial e efectuados pelo Edward Withouse (2003), revelam que, já em 2007, o INPS terá que recorrer às reservas, e que em 2018, o sistema estará totalmente insolvente, na ausência de reformas.

Algumas economias têm-se limitado a adiar o problema, através de medidas avulsas de aumentos das contribuições, redução dos benefícios estabelecidos, aumento do período contributivo para se ter acesso aos benefícios e aumento da idade de reforma.

Outros Estados, determinados em estabelecer um sistema de pensões sustentável, encetaram o desenvolvimento de regimes complementares de reforma por capitalização, em que a contribuição de cada trabalhador é investido em carteira de activos de forma a garantir o pagamento da sua pensão quando atingir a idade de reforma.

Ao se investir as contribuições, os fundos de pensões potenciam o crescimento das economias através do aumento do *stock* de capital afecto ao investimento produtivo, sustentam a procura de

instrumentos financeiros, o que contribui para incrementar a capitalização e a liquidez do mercado bolsista.

Deu-se especial atenção à regulação e à supervisão prudencial, pois são pilares essenciais para a criação de um clima de confiança nos sistemas complementares de reforma por parte dos consumidores.

## **2. Sociedades de Cessão Financeira – *Factoring***

As pequenas e médias empresas (PME's) enfrentam várias dificuldades e desafios no seu esforço de desenvolvimento e crescimento. Uma das barreiras inerentes às PME's, que em Cabo Verde assume realce particular, é a relativa inexecuibilidade de recurso ao crédito bancário como meio favorável de financiamento de necessidades de capital de períodos curtos resultantes, principalmente, de estratégias comerciais de dilatação de prazos médios de recebimentos.

O recurso aos contratos de *factoring* é uma das ferramentas mais construtivas que as PME's dispõem para transpor a restrição referida e manter um negócio saudável, dado que através da sua utilização, é possível obter uma antecipação dos recebimentos dos seus clientes, sem o acréscimo da dívida.

(...)

## **3. Regime Jurídico das Instituições Financeiras Internacionais;**

A tragédia de 11 de Setembro, ditou o combate ao terrorismo, designadamente em matéria de circulação e reciclagem de dinheiro comprometido, a que se espera que todos os países civilizados adiram sem reservas.

O FATF/GAFI (*Financial Action Task Force on Money Laundering/Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux*), apertou as malhas do controlo da reabilitação de capitais ilícitos, tendo procedido em 2003 à revisão das suas "40 Recomendações" e o *Offshore Group of Banking Supervisors*, tem vindo a produzir doutrina e recomendações em matéria de supervisão bancária.

Importa pois adequar a legislação existente aos novos contextos, de forma a garantir a exemplar observância dos princípios que vigoram na ordem jurídica internacional, que asseguram o bom nome e a reputação do país, no respeito pela transparência do sistema financeiro internacional, mas em concorrência com outras soluções afins.

Entre várias alterações, cita-se a supressão de todas as referências ao Centro Financeiro Offshore de Cabo Verde, de resto em sintonia com a prática mais recente, que substitui a designação de "Offshore" por "*International Financial Center*"; acrescentou-se as normas básicas para a supervisão de grupos bancários internacionais e dos seus estabelecimentos além-fronteiras do Comité de Basileia e, as mais recentes recomendações do FATF/GAFI que disciplinam estas matérias.

## **4. Projecto de Lei de Alterações à Legislação Fiscal**

Entende-se que a instalação em Cabo Verde de empresas de capitais estrangeiros pode ser um factor importante de criação de riqueza. Para a criação de um ambiente de acolhimento sedutor, é fundamental criar um ambiente tributário atraente.

Face ao exposto, pretende-se por fim ao regime da dupla tributação económica, em que os lucros empresariais são primeiro tributados na sociedade que os gera e, quando distribuídos, tributados de novo, agora ao nível dos respectivos beneficiários.

Para transformar Cabo Verde numa plataforma financeira atractiva, a alteração à legislação afigura-se como inevitável, visto que os capitais legítimos em busca de alívio fiscal dispõem hoje de uma oferta alargada de países acolhedores. Para sermos competitivos, é necessário oferecer, pelo menos, os mesmos incentivos que as praças mais relevantes oferecem.

A dinamização do mercado de valores mobiliários, propósito subjacente a todas estas reformas, passa necessariamente pela concessão de incentivos fiscais aos instrumentos de poupança colectiva, nomeadamente fundos de investimento mobiliários, imobiliários e de pensões.

## **5. Conta Poupança Reformados**

Como a própria denominação indica, estas contas irão possibilitar aos reformados a aplicação das suas poupanças em depósitos bancários com benefícios fiscais a definir em sede própria.

Este novo instrumento financeiro, associado a certas medidas de natureza fiscal, poderá vir a ter um impacto positivo quer no plano económico, quer no plano social.

No plano económico porque é um instrumento de aplicação efectiva das poupanças que irá contribuir para o incentivo e reforço da propensão à poupança das famílias.

No plano social porque faculta aos reformados, indivíduos que pertencem a um estrato da população que, de um modo geral, coincide com a terceira idade e, por este facto, mais vulnerável e com menor protecção social, formas simples de rentabilizar as suas poupanças usufruindo de elevados benefícios fiscais.

## **6. Proposta de Alteração à lei N.º 43/III/88 de 27 de Dezembro**

A Lei nº 43/III/88, a primeira Lei sobre *Offshore* em Cabo Verde, dispõe no número 2 do seu artigo 3º que “as instituições financeiras internacionais (IFI’s) não podem, em caso algum, exercer a actividade seguradora ou de gestão de fundos de pensões em acumulação com outras operações financeiras internacionais”.

Esta norma está hoje desactualizada do contexto internacional, em que os fundos de investimento mobiliários, imobiliários e de pensões são geridos por uma única entidade. Assim, a viabilidade do diploma regulador dos OIC exige a modificação da norma transcrita acima.

Por outro lado, o número 2 do artigo 2º da lei em referência proíbe os Bancos *Offshore* realizar operações com residentes em Cabo Verde. Na verdade, o que se pretende salvaguardar com tal interdição, é a exportação de capitais através destas instituições, nomeadamente pela recolha de poupança local. Os movimentos de capitais de sentido inverso deverão ser liberalizados, restringindo a autorização prévia do Ministro das Finanças aos casos não especialmente previstos na norma que se pretende alterar.

Para o efeito, e visando uma ampla participação de todas as instituições financeiras na dinamização da Bolsa de Valores de Cabo Verde, pretende-se alterar a Lei 43/III/88 para que as IFI’s em Cabo Verde possam realizar operações de *Market-Maker* e conceder crédito em divisas para financiamento do investimento em activos imobilizados.