



**Nelson Camanho da Costa Neto**

**Desenvolvimento Financeiro e Potência de Política  
Monetária: Uma Abordagem Cross-Country**

**Dissertação de Mestrado**

Dissertação apresentada como requisito parcial para  
obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-  
Graduação em Economia da PUC-Rio.

Orientador: Ilan Goldfajn

Rio de Janeiro

Março de 2007



**Nelson Camanho da Costa Neto**

**Desenvolvimento Financeiro e Potência de Política  
Monetária: Uma Abordagem Cross-Country**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Economia da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

**Ilan Goldfajn**  
Orientador  
PUC-Rio

**Dionisio Dias Carneiro**  
PUC-Rio

**Arminio Fraga Neto**  
Gávea Investimentos

**João Pontes Nogueira**  
Coordenador Setorial do Centro de Ciências Sociais - PUC-Rio

Rio de Janeiro, 14 de março de 2007

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem a autorização do autor, do orientador e da universidade.

### **Nelson Camanho da Costa Neto**

Graduou-se em regime de Diploma Duplo recebendo os títulos de Engenheiro Mecânico e Engenheiro de Produção Mecânica pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro e o título de "Ingénieur Généraliste" pela Ecole Centrale de Lyon em 2003.

#### Ficha Catalográfica

Costa Neto, Nelson Camanho da

Desenvolvimento financeiro e potência de política monetária: uma abordagem cross-country / Nelson Camanho da Costa Neto ; orientador: Ilan Goldfajn. – 2007.  
42 f. : il. ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Economia)– Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

Inclui bibliografia

1. Economia – Teses. 2. Potência de política monetária. 3. Desenvolvimento financeiro. 4. Crédito. I. Goldfajn, Ilan. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia. III. Título.

CDD: 330

À minha família, Nelson, Cristina, Cristiane, Remi e Daniele

## Agradecimentos

Ao Ilan Goldfajn pela excelente orientação, pelas inúmeras críticas extremamente úteis e por saber como poucos transmitir o ofício de um pesquisador: acreditar na própria idéia, levantar a cabeça nos momentos difíceis e não abandonar o tema central da pesquisa. Seu apoio incondicional e amizade foram fundamentais nos difíceis momentos de definição do prosseguimento dos estudos de pós-graduação com o Doutorado.

Ao Arminio Fraga pela orientação inicial e pelas utilíssimas sugestões durante o artigo de verão. Agradeço igualmente pela amizade e por estar sempre ao meu lado nos difíceis momentos de definição do prosseguimento dos estudos de pós-graduação com o Doutorado.

Ao Professor Dionisio Dias Carneiro pela amizade, ensinamentos, apoio, sem os quais a qualidade desta dissertação seria bastante prejudicada. Agradeço da mesma forma por sempre ter acreditado em mim e me dado força nos difíceis momentos de definição dos estudos de pós-graduação com o Doutorado. Mais do que tudo, agradeço-o por ter me tornado um economista.

À Mônica Baumgarten de Bolle pela amizade, discussões e idéias essenciais que influenciaram positivamente a dissertação. Seu apoio foi extremamente importante não só na definição de idéias para a dissertação, mas também na minha formação como economista e em minhas decisões de como e porque prosseguir na carreira acadêmica.

À Renata Assis pela amizade e pela revisão precisa do texto da dissertação.

A toda equipe Galanto, Professor Dionisio Dias Carneiro, Mônica Baumgarten de Bolle, Solange Alencar, Renata Assis, Andre Gammerman, Thiago Develly, Deborah Oliveira, Thomas Wu e Marcus Valpassos, pela amizade, apoio e pelo ambiente familiar que certamente me deram forças em época tão difícil de minha vida.

Ao Marco Cavalcanti, pelas discussões sobre atritos no mercado de crédito.

Ao Alexandre Lowenkron, pelas discussões sobre mecanismo de transmissão da política monetária.

Aos professores do Mestrado de Economia da PUC, mas em especial a João Manoel de Pinho Mello, pela ajuda no artigo de verão, a Marcelo Medeiros, pela ajuda em questões econométricas, a Marcio Garcia, por discussões sobre o mecanismo de transmissão da política monetária e a Juliano Assunção, por sugestões de como explorar com maior eficiência a base de dados construída para esta dissertação.

Ao Edson Severnini por esclarecimentos essenciais em questões econométricas.

A muitos amigos do Mestrado pelo convívio harmonioso e por compartilhar momentos tão intensos ao longo desses dois anos, mas em especial a Aline, Joana, Júlia, Vivian, Felipe, Diogo, Tomás, Marcos Vinícius, Edson, Gabriel, Sérgio, Ivo, Romero, Vítor, Pedro, Bernardo, André e Marcos.

A Daniel Carvalho, Rafael Dix, Alan Moreira, Diogo Aquino e Ricardo Fibe, por servirem de exemplo na difícil mudança de carreira de engenharia para economia e por sugestões cruciais no momento de escolha do tema da dissertação.

Aos amigos de sempre, mas principalmente Pablo Salgado, Juliana Kuhlmann, Márcio Bandeira, Mario Victor e Artur Avila (futuro primeiro Medalha Fields do Brasil).

À minha família, meu pai Nelson e minha mãe Tereza Cristina, fundamentais na minha vida inteira e a quem devo em muito minhas conquistas. À minha irmã Cristiane, que mesmo a um oceano de distância, sempre torceu, chorou e vibrou por mim. Ao Remi Drobac, pelo companheirismo e por cuidar bem de minha irmã. À Tia Tetê, por sempre estar ao meu lado. Aos demais familiares, pelo convívio.

À Daniele, por todo o carinho, amor e paciência e por tornar a minha vida melhor.

À CAPES e à FAPERJ pelo apoio financeiro durante o Mestrado.

## Resumo

Costa Neto, Nelson Camanho da; Goldfajn, Ilan (Orientador). **Desenvolvimento financeiro e potência de política monetária: uma abordagem cross-country.** Rio de Janeiro, 2007. 42p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

A abertura dos mercados de capitais das últimas duas décadas permitiu um maior desenvolvimento dos mercados financeiros em muitos países. A autoridade monetária está interessada se tais mudanças influenciam sua capacidade de alcançar seus objetivos (manutenção da inflação e atividade em níveis condizentes com um ambiente econômico estável) através de seus instrumentos (em geral, a taxa de juros básica). Esta dissertação investiga, através de um estudo de Vetor Auto-Regressivo e *Cross-Country* contendo 37 países, a relação entre o desenvolvimento financeiro e a potência da política monetária. Encontra-se evidência que a potência da política monetária está positivamente correlacionada com o desenvolvimento financeiro, medido através do crédito privado/PIB. Para o Brasil, que recentemente assistiu a uma explosão do crédito privado/PIB, as implicações de política são diretas: uma política monetária mais potente pode permitir uma redução mais acentuada da alta taxa de juros reais praticada.

## Palavras-chave

Potência de política monetária; desenvolvimento financeiro; crédito.

## Abstract

Costa Neto, Nelson Camanho da; Goldfajn, Ilan (Advisor). **A cross-country study of financial development and power of monetary policy.** Rio de Janeiro, 2007, 42p. MSc Dissertation – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The liberalization of capital markets of the last two decades allowed for the development of financial markets in many countries. The monetary authority is interested if these changes affect its ability to reach its objectives (maintain inflation and output at levels that foster a stable economic environment) through the policy instrument (usually the overnight interest rate). This paper investigates, through a Vector Auto-Regression (VAR) Cross-Country study containing 37 countries, the relationship between financial development and the power of monetary policy. It finds evidence that the power of the monetary policy is positively correlated with financial development, measured as the amount of private credit/GDP. For Brazil, which has recently experienced a surge in its private credit/GDP, the policy implications are straightforward: a more powerful monetary policy may enable a sharper reduction in the high Brazilian real interest rates.

## Keywords

Power of monetary policy; financial development; credit.



# Sumário

1 Introdução	14
2 Literatura e Definições	18
2.1. Desenvolvimento Financeiro	18
2.2. Potência de Política Monetária	18
3 Desenvolvimento Financeiro e o Mecanismo de Transmissão da Política Monetária	21
3.1. Estágio de Desenvolvimento Financeiro	21
3.2. Efeitos do Aumento do Desenvolvimento Financeiro de um País sobre o Mecanismo de Transmissão	23
4 Estimando a Potência da Política Monetária (Primeira Etapa)	24
4.1. VAR na Primeira Etapa	24
4.2. Especificando o VAR	24
4.3. Escolha dos Países e Base de Dados	25
4.4. Identificação	26
4.5. Medida de Potência	26
4.6. Resultados	27
5 Estimando a Relação entre Potência de Política Monetária e Desenvolvimento Financeiro entre os Países (Segunda Etapa)	28
6 Robustez	31
6.1. Crédito Bancário e Crédito Não-Bancário	31
6.2. Outras variáveis financeiras	35
7 Conclusão	38

8 Referências Bibliográficas	39
9 Apêndice	40

## Lista de figuras

Figura 1 – 37 Países – Média de Inflação e Média de Crédito Privado Total/PIB – 1996 a 2005	15
Figura 2 - 37 Países – Desvio-Padrão de Inflação e Média de Crédito Privado Total/PIB – 1996 a 2005	16

## Lista de quadros

Quadro 1 – Médias de Crédito Privado/PIB por Estágio de Desenvolvimento Financeiro	22
Quadro 2 - Classificação do Estágio de Desenvolvimento Financeiro segundo os Créditos Bancário e Não-Bancário em Relação ao PIB	23
Quadro 3 – Efeito Líquido Esperado do Desenvolvimento Financeiro sobre a Potência da Política Monetária, em Função dos Estágios de Desenvolvimento Financeiro	32
Quadro 4 – Classificação por Grupos de Estágios de Desenvolvimento Financeiro e Médias de Crédito Privado/PIB de 1996 a 2005 dos 37 países da amostra	41
Quadro 5 – Definições de Outras Variáveis de Desenvolvimento Financeiro	42

## Lista de tabelas

Tabela 1 – Resultados de Regressão Principal de Potência em Crédito Privado Total/PIB	29
Tabela 2 – Resultados da Regressão de Potência em Crédito Privado Bancário/PIB para os Países com Desenvolvimento Financeiro Incipiente e Intermediário	33
Tabela 3 – Resultados da Regressão de Potência em Crédito Privado Não Bancário/PIB para os Países com Desenvolvimento Financeiro Intermediário e Avançado	34
Tabela 4 – Regressão de Potência em Outras Variáveis de Desenvolvimento Financeiro	36
Tabela 5 - Potência estimada e número de <i>lags</i> dos VARs por país	40