

1

Introdução

O objetivo da política monetária praticada em boa parte dos países é de manter a inflação e o produto em níveis condizentes com um ambiente econômico estável e propício aos investimentos. Para atingir seu objetivo, por intermédio do mecanismo de transmissão, a autoridade monetária faz uso de um instrumento.

O mecanismo de transmissão engloba todas as relações de causa e efeito que ocorrem entre o instrumento e o objetivo. No entanto, ele é demasiadamente complexo para que se tente analisá-lo completamente nesta dissertação. Assim, concentrar-me-ei em medir o efeito que o desenvolvimento financeiro exerce no mecanismo de transmissão, em outras palavras, como ele influencia a potência do efeito do instrumento no objetivo de política monetária. Em outras palavras, dado um aumento de 1 p.p. nos juros (instrumento), quanto a inflação (objetivo) diminuirá exclusivamente por efeito deste aumento de juros? Se uma economia com maior desenvolvimento financeiro apresentar uma maior diminuição (em módulo) da inflação, diz-se que o desenvolvimento financeiro aumenta a potência da política monetária. Desta forma, o objetivo desta tese é de examinar se o desenvolvimento financeiro influencia, aumentando ou diminuindo a potência da política monetária. Os resultados da dissertação apontam que o desenvolvimento financeiro influencia positivamente a potência da política monetária, com um aumento de 10 p.p. no crédito privado total/PIB de um país provocando uma diminuição de 0,068 p.p. da resposta da variação da inflação ao choque unitário de juros do mesmo país.

Uma relação simples ilustra e motiva o estudo empírico de *cross-country*, com 37 países, utilizando VAR, que esta dissertação pretende implementar. Ao aferir a relação entre inflação e desenvolvimento financeiro, usando, como *proxy* para este último, crédito privado em relação ao PIB, encontra-se um resultado sugestivo, como apresentado na Figura 1.

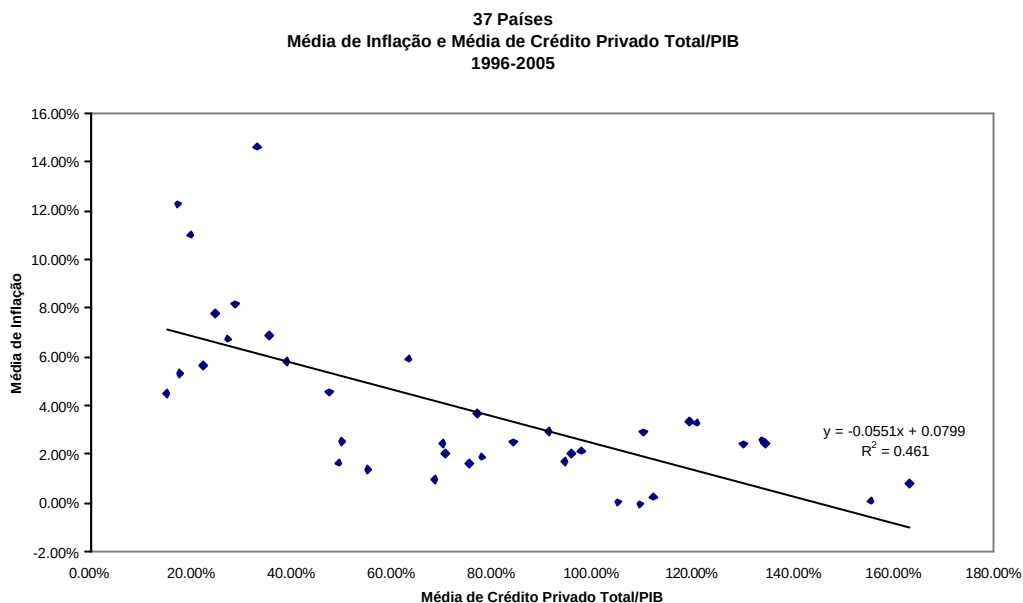


Figura 1 – 37 Países – Média de Inflação e Média de Crédito Privado Total/PIB – 1996 a 2005

Para realizar este gráfico, rodou-se uma regressão com as médias da inflação e do crédito privado em relação ao PIB de 37 países, entre 1996 e 2005, encontrando-se uma correlação negativa de 68%, significativa a menos de 1%. Desta forma, um país com 10 p.p. a mais de média de crédito privado total/PIB apresenta uma média de inflação 0,55 p.p. menor.

Ao que tudo indica, as economias com maior desenvolvimento financeiro apresentam baixa inflação. Mas teria sido um ambiente mais estável que teria proporcionado o maior desenvolvimento financeiro? Ou seria uma melhor alocação de recursos decorrente do sistema financeiro mais aprofundado que teria permitido à autoridade monetária um maior controle sobre a inflação, levando esta a níveis satisfatórios? Ou ainda, teria sido um terceiro fator comum, como, por exemplo, um ambiente institucional mais sólido, que teria permitido, ao mesmo tempo, a diminuição da inflação e o desenvolvimento financeiro?

Uma outra regressão simples correlaciona um alto grau de desenvolvimento financeiro à potência da política monetária. Segundo CLARIDA, GALI e GERTLER (1999), o objetivo da política monetária é minimizar os desvios quadráticos do produto e da inflação em relação às suas metas. Ou seja, equivale a diminuir a volatilidade da inflação, mantendo o hiato do produto próximo de zero. Ao estimar o desvio-padrão da inflação e média de crédito privado em relação ao PIB, encontramos resultados também muito significativos.

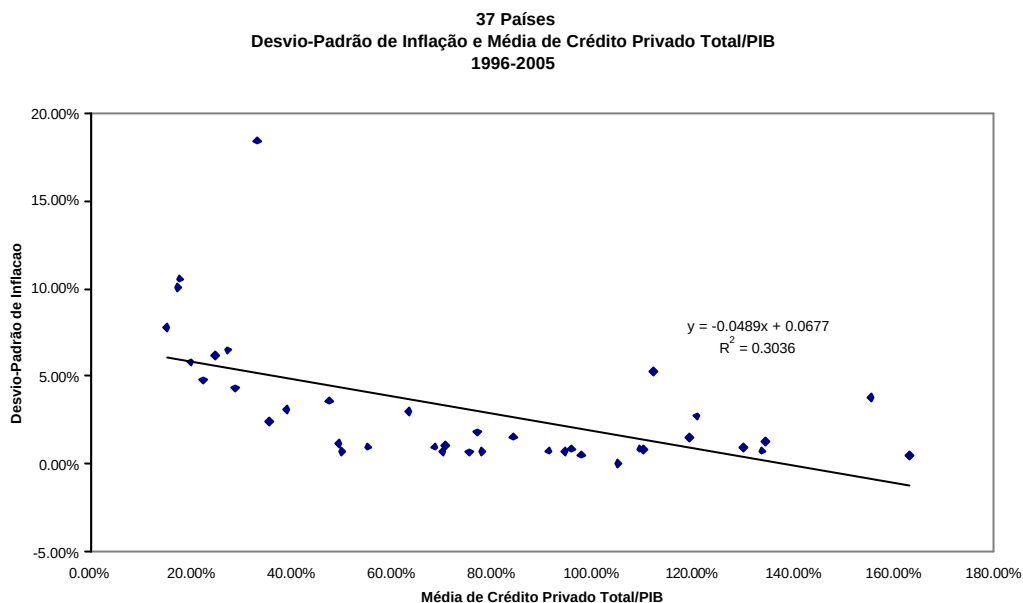


Figura 2 – 37 Países – Desvio-Padrão de Inflação e Média de Crédito Privado Total/PIB – 1996 a 2005

Assim sendo, para cada aumento de 10 p.p. na média de crédito/PIB, o desvio-padrão da média de inflação diminui em 0,49 p.p., sugerindo a coexistência de uma política monetária potente e de um alto grau de desenvolvimento financeiro.

Tais resultados fornecem evidências suficientes para um estudo mais aprofundado sobre a relação entre desenvolvimento financeiro e potência da política monetária, objetivo final desta dissertação.

Esta dissertação está dividida em duas grandes etapas empíricas. Na primeira, a potência da política monetária é estimada através de um VAR para cada país com dados trimestrais entre 1996 e 2005. Na segunda etapa, a potência estimada na primeira etapa entra como variável dependente em um regressão *cross-country*, com 37 países, cuja variável explicativa é o desenvolvimento financeiro do país.

A dissertação está estruturada da seguinte forma. O segundo capítulo revisita a literatura de mecanismo de transmissão da política monetária e desenvolvimento financeiro necessária para precisar as definições e resultados que serão úteis no desenrolar deste estudo. O terceiro capítulo explica os principais efeitos que o desenvolvimento financeiro provoca na potência da política monetária. A primeira etapa empírica, correspondente aos 37 VARs, é o tema do quarto capítulo. O quinto capítulo trata da segunda etapa empírica, que

estima a potência calculada na primeira etapa em função do crédito privado total/PIB do país. O sexto capítulo aprofunda a análise empírica buscando a robustez dos resultados, dando destaque especial aos créditos bancário e não-bancário. O sétimo capítulo conclui.