

3

Desenvolvimento Financeiro e o Mecanismo de Transmissão da Política Monetária

3.1.

Estágio de Desenvolvimento Financeiro

Quais as engrenagens econômicas por trás da influência do desenvolvimento financeiro no mecanismo de transmissão da política monetária? Antes de explicarmos tal processo, e por se tratar de um estudo de comparação internacional, é necessário entender em que estágio de desenvolvimento financeiro uma economia pode se encontrar.

A variável utilizada para se aferir o grau de desenvolvimento financeiro é crédito privado em relação ao PIB, por se tratar de uma medida com maior disponibilidade para um conjunto maior de países. Mas seria perfeitamente possível estabelecer outros critérios de desenvolvimento financeiro com outras variáveis, como, por exemplo, o tamanho do mercado acionário.

Dividimos o sistema financeiro de um país em dois grupos: o sistema financeiro bancário e o sistema financeiro não-bancário. Segundo BECK, DEMIRGÜÇ-KUNT e LEVINE (1999), o primeiro grupo é constituído por instituições financeiras que têm seus passivos na forma de depósitos que podem ser usados como meio de pagamento, como bancos comerciais. O segundo grupo é composto de instituições financeiras cujos passivos não podem ser usados como meio de pagamento, como companhias de seguro, fundos de pensão e *hedge funds*.

Em uma economia, a primeira parte do sistema financeiro que se desenvolve, cronologicamente, é o sistema financeiro bancário. Só após o alcance de um certo grau de maturidade do sistema bancário, as instituições financeiras não-bancárias começam a surgir de forma expressiva nesta economia. Com o intuito de averiguar a veracidade desta ordem, a saber, se as economias que possuem sistema não-bancário desenvolvido, de fato, apresentam o sistema bancário desenvolvido, construíram-se algumas estatísticas descritivas utilizando a amostra de 37 países que será utilizada posteriormente nas regressões principais da dissertação. Elas foram elaboradas

a partir da base financeira de BECK, DEMIRGÜÇ-KUNT e LEVINE (1999) para o período de 1996 a 2005, que será o período base para as regressões deste estudo.

Quadro 1 – Médias de Crédito Privado/PIB por Estágio de Desenvolvimento Financeiro

Desenvolvimento Financeiro			Crédito Bancário/PIB	Crédito Não-Bancário/PIB	Crédito Total/PIB
G1	12 países	Incipiente	23.8%	1.8%	25.6%
G2	19 países	Intermediário	100.1%	-0.2%	99.9%
G3	6 países	Avançado	71.5%	52.5%	124.0%
TOTAL (37 países)			70.8%	9.0%	79.7%

No Quadro 1, dividimos os países em três grupos, em função de variáveis de crédito privado: o primeiro (G1) num estágio incipiente de desenvolvimento financeiro; o segundo (G2) num estágio intermediário e o terceiro (G3) num estágio avançado de desenvolvimento financeiro. O primeiro grupo é o dos países com baixo crédito bancário/PIB e baixo crédito não-bancário/PIB. O segundo é o das economias com alto crédito bancário/PIB e baixo crédito não-bancário/PIB. Finalmente, o terceiro grupo é o dos países com altos créditos bancário e não-bancário/PIB. Apesar de os valores de corte de 40% para o crédito bancário/PIB e de 10% para o crédito não-bancário/PIB serem arbitrários, não há outra combinação plausível de valores de cortes que constituam, ao mesmo tempo, além destes três grupos, um quarto grupo de alto crédito não-bancário/PIB e de baixo crédito bancário/PIB.

Após divididos, os grupos foram analisados de acordo com suas médias de crédito : o crédito bancário diferencia sobretudo o grupo 1 dos demais, enquanto o crédito não-bancário faz o mesmo para o grupo 3. A medida agregada de crédito cresce no sentido do G1 para o G3, confirmando a hipótese de que os grupos estão divididos do menos desenvolvido para o mais desenvolvido financeiramente. Assim, as estatísticas descritivas corroboram nossa intuição *ex-ante*: primeiramente, os sistemas financeiros se desenvolvem pelos bancos para, só em seguida, o sistema não-bancário florescer.

Em resumo, constituímos três níveis de desenvolvimento financeiro para uma economia, como mostra o Quadro 2.

Quadro 2 - Classificação do Estágio de Desenvolvimento Financeiro segundo os créditos bancário e não-bancário em relação ao PIB

Grupo	Desenvolvimento Financeiro	Crédito Bancário / PIB	Crédito não-Bancário / PIB
G1	Incipiente	Insignificante	Insignificante
G2	Intermediário	Relevante	Insignificante
G3	Avançado	Relevante	Relevante

3.2. Efeitos do Aumento do Desenvolvimento Financeiro de um País sobre o Mecanismo de Transmissão

Ao longo do desenvolvimento financeiro de uma economia, isto é, quando o sistema financeiro passa a intermediar mais, tendo em vista o tamanho da economia, há dois efeitos atuando sobre o mecanismo de transmissão da política monetária: o efeito-base e o efeito–inovações-financeiras.

O efeito-base é o aumento da potência da política monetária que se dá pelo aumento de agregados financeiros, como o crédito em relação ao PIB. Este efeito depende da hipótese de um canal de crédito atuante na economia e, como explicado na subseção 2.2, o canal de crédito amplifica os efeitos do mecanismo de transmissão. Se há mais crédito na economia, a amplificação é maior e, assim, a potência da política monetária é maior.

O efeito-inovações-financeiras é a mudança da sensibilidade aos juros básicos da economia que novos produtos financeiros podem apresentar. Estes produtos, em geral, são elaborados pelas instituições não-financeiras, que não são submetidas a uma regulação tão rigorosa do Banco Central quanto a qual o sistema bancário é submetido. O resultado é que o Banco Central perde controle sobre estes novos produtos financeiros, que podem ter mais ou menos sensibilidade aos juros básicos do que os produtos financeiros tradicionais. Assim, este efeito pode aumentar ou diminuir a potência da política monetária.

Desta forma, considerando os dois efeitos, pode-se ter o desenvolvimento financeiro aumentando ou diminuindo a potência da política monetária. O Capítulo 5 testa empiricamente se há efeito significativo e qual o sinal dele. Antes, porém, estimar-se-ão as medidas de potência, assunto do Capítulo 4.