

## 5

### **Estimando a Relação entre Potência de Política Monetária e Desenvolvimento Financeiro entre os Países (Segunda Etapa)**

Esta segunda etapa da estratégia empírica consiste em utilizar a medida estimada de potência na primeira etapa como variável dependente numa regressão *cross-country* de 37 países, cuja variável explicativa é o desenvolvimento financeiro. Desta forma, cada país será uma unidade amostral e terá uma medida de potência e outra de desenvolvimento financeiro. A variável principal de desenvolvimento financeiro utilizada nesta regressão principal é o crédito privado total/PIB do país, que é a soma dos crédito bancário e não-bancário/PIB do país. O crédito privado é a medida do ativo das instituições financeiras privadas mais diretamente responsável pela amplificação dos efeitos do mecanismo de transmissão da política monetária, efeito previsto por BERNANKE e GERTLER (1995) e, por isso, foi escolhida como principal variável de desenvolvimento financeiro.

Aproveitou-se a vasta literatura que estuda crescimento e desenvolvimento financeiro, que fornece algumas medidas de desenvolvimento financeiro interessantes. BECK, DEMIRGÜÇ-KUNT e LEVINE (1999) mantêm uma base de dados, regularmente atualizada, deste tipo de variáveis. Utilizamos as medidas desta base de dados e calculamos as médias de 1996 a 2005 do crédito privado total/PIB de cada país, período correspondente aos VARs implementados na primeira etapa. Pretende-se, assim, estimar o efeito que tal variável de desenvolvimento financeiro provoca na potência da política monetária. Decidiu-se usar médias de longo prazo, de um período de 10 anos, para que os efeitos de curto prazo entre desenvolvimento financeiro e política monetária não influenciassem as estimações de maneira relevante. No curto prazo, o efeito do aumento do desenvolvimento financeiro é o de aumentar a demanda agregada, diminuindo a potência da política monetária. Nenhum dos dois efeitos explicados na subseção 3.2 captura esta dimensão de curto prazo. Ao regressar a primeira e segunda etapas para medidas mais estáveis, que correspondem a um período de 10 anos, evita-se a contaminação dos efeitos de curto prazo.

Assim, a regressão principal desta segunda etapa é

$$\text{Potência} = \alpha + \beta \text{Crédito Privado Total/PIB} + \varepsilon,$$

onde Potência é a medida estimada no Capítulo 4, a partir do VAR com a ordenação de Cholesky de hiato, inflação, juros e câmbio e Crédito Privado Total/PIB é a soma de Crédito Privado Bancário/PIB e Crédito Privado Não-Bancário/PIB.

Após implementar a regressão, os resultados encontrados foram:

Tabela 1 – Resultados da Regressão Principal de Potência em Crédito Privado Total/PIB

$$\text{Potência} = \alpha + \beta \text{Crédito Privado Total/PIB} + \varepsilon$$

<i>Variável dependente: Potência</i>	<b>Potência</b>
<b>Crédito Privado Total/PIB (<math>\beta</math>)</b>	-0.680*** [0.008]
<b>Constante (<math>\alpha</math>)</b>	0.739*** [0.002]
<b>Nº de observações</b>	37
<b>R<sup>2</sup></b>	0.184

p-valor entre colchetes

\* significativa a 10%; \*\* significativa a 5%; \*\*\* significativa a 1%

A regressão foi rodada para toda a amostra de 37 países. Os resultados sugerem que um aumento de 10 p.p. no crédito privado total/PIB diminua a variação da inflação a um choque unitário de juros em 0,068 p.p., ou seja, um aumento do crédito privado provoca um aumento da potência da política monetária. Este resultado é significativo a 1%.

O que sugerem os resultados mais precisamente? Suponha que a autoridade monetária de um país hipotético A cujo crédito privado total/PIB é de 40% aumente os juros em 1% e, como conseqüência, a variação da inflação caia 1,5%. Se um outro país B, que tenha crédito privado total/PIB de 50%, também aumenta os juros em 1%, a variação de sua inflação cairá 1,568%. Desta forma, a autoridade monetária do país B consegue, com o mesmo choque de juros, diminuir mais a inflação e, portanto, tem uma maior potência na política monetária que o país A.

Como a amostra contém os três grupos de países, contendo todos os estágios de desenvolvimento financeiro, não se pode discriminar entre os efeito-base e efeito-inovações-financeiras. Entretanto, pode-se afirmar que o efeito líquido, de aumento da potência da política monetária com o aumento do desenvolvimento financeiro, é o mesmo esperado pelo efeito-base.

Um aumento de 1 p.p. no crédito privado total/PIB de 10% para 11% é bem diferente de um aumento de 90% para 91%. O primeiro se dá em um estágio incipiente de desenvolvimento financeiro, ou seja, em uma economia predominantemente bancária. No segundo caso, o setor não-bancário pode ter importância, tornando os efeitos do aumento do crédito bem diferentes do primeiro caso. Por isso, no Capítulo 6, explorar-se-ão regressões que discriminem entre créditos privados bancário e não-bancário e entre os três diferentes grupos de estágio de desenvolvimento financeiro.