



FATORES DETERMINANTES DA DISPONIBILIDADE DE CRÉDITO NOS PAÍSES

DETERMINATIVE FACTORS FOR CREDIT AVAILABILITY ON COUNTRIES

André Taue Saito FECAP – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, SP andretauesaito@gmail.com

> José Roberto Savoia FEA-USP <u>jrsavoia@usp.br</u>

Iuri Lazier FEA-USP iuri.lazier@hotmail.com

Submissão: 12/02/2013 **Aprovação:** 26/06/2013

Resumo

O artigo estuda os fatores que influenciaram o volume de crédito privado em três grupos de países, entre 2004 e 2010, e oferece subsídios para o processo de formulação de políticas públicas, partindo do argumento de heterogeneidade entre regiões. Os modelos obtidos pela regressão em painel indicam que, para o Grupo OCDE, o Consumo Privado foi o fator relevante, positivamente correlacionado com crédito privado, sendo que seu aumento em 1 ponto percentual implicou ampliação de 4,8 pontos percentuais na razão Crédito/PIB. Nos BRIC's e na América Latina e Caribe, o saldo da Balança de Transações Correntes foi o elemento mais significativo e de maior intensidade sobre a variável dependente, de forma que a cada variação negativa de 1 ponto percentual acarretou em variação positiva de 2,07 e 0,61 pontos percentuais na razão Crédito/PIB, para cada um dos grupos de países. Estes resultados são analisados com os demais contidos no artigo, corroborando o argumento de heterogeneidade e, ao final do trabalho, são enumeradas as principais contribuições para os grupos de países estudados, com base na corrente de trabalhos que estudam as variáveis institucionais.

Palavras-chave: Finanças, Crédito, Dados em Painel.



ISSN 1984-6606



Abstract

The main goal of this paper is to investigate the private credit determinants in a country between 2004 and 2010, when OECD's richer countries, BRIC's and Latin American and Caribbean faced Private Credit/GDP ratio's increasing. Assuming heterogeneity among regions and applying regression panel data models the outputs indicate in OECD's richer countries, Private Credit/GDP ratio was mainly positively influenced by the Household Consumption. In BRIC's and Latin America and Caribbean, the Current Account Balance was the most relevant determinant. Finally, these findings are analyzed and identified the contribution for literature.

Keywords: Finance, Models with Panel Data; Credit; Private Credit.





1. INTRODUÇÃO

Os recentes fatos macroeconômicos levaram o FMI (2011) a mencionar que o acentuado incremento da disponibilidade de crédito privado, ocorrido nos últimos anos, representa ameaça à estabilidade econômica.

A partir de 2004 os países participantes da OCDE, de maior renda *per capita* e detentores de maior endividamento privado em relação ao PIB, os emergentes e a América Latina e Caribe registraram, concomitantemente, crescimento mais consistente de suas respectivas relações Crédito/PIB, conforme a Figura 1.

É possível que os fatores determinantes do nível de crédito tenham se manifestado de forma diferenciada nesses três grupos de países, caracterizados pelo porte, crescimento econômico e graus de riqueza distintos. Dessa forma, torna-se relevante a compreensão mais ampla dos elementos que influenciaram a disponibilidade de crédito nos países.

Os trabalhos sobre o tema (Haselmann, Pistor e Vig, 2006; Djankov, Mcliesch e Shleifer, 2007; Warnock e Warnock, 2008; Bae e Goyal, 2009; De Haas, Ferreira e Taci, 2010), em geral, enfatizam o impacto dos fatores institucionais e legais sobre o nível de crédito incluindo taxa de juros e de inflação, como variáveis de controle. Observa-se, portanto, nesta linha de trabalhos, a oportunidade de inclusão de outros fatores relacionados às decisões de investimento e de consumo, além daqueles ligados aos ciclos econômicos, choques e à integração econômica.

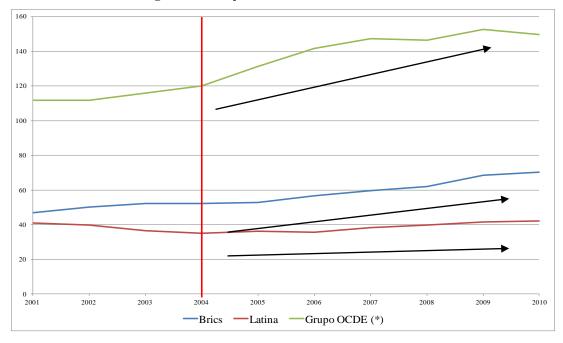


Figura 1. Evolução da razão Crédito/PIB - em %

Fonte: Banco Mundial (2011). (*) Refere-se ao conjunto de 25 países participantes da OCDE, de maiores níveis médios de renda *per capita* e de endividamento privado em relação ao PIB.

Como tais fatores podem ter influenciado o nível de crédito nos países, de forma distinta, nos últimos anos, este trabalho avalia os fatores determinantes de crédito comparando os resultados entre o grupo de países integrantes da OCDE, de maior renda per capita e com maior razão Crédito/PIB, os BRIC's e a América Latina e Caribe. Assim, o trabalho contribui com a linha de estudos que enfatiza as variáveis institucionais, controladas por fatores representativos da política monetária. Como será observado na pesquisa da literatura, não há consenso entre os sinais esperados para os



fatores e, por isso, este artigo auxilia no aprofundamento das discussões sobre o assunto.

2. FUNDAMENTAÇÃO

Inicialmente, podem ser observadas duas correntes sobre o tema, ligadas às variáveis institucionais. Uma destaca a disponibilidade de informação dos credores em relação aos tomadores, na medida em que, quanto maior o conhecimento do histórico e reputação, maior a propensão à concessão de crédito (Jaffe e Russel, 1976; Stiglitz e Weiss, 1981; Pagano e Jappelli, 1993; Jappelli e Pagano, 2002; Sapienza, 2002).

Outra corrente considera que a maior facilidade em recuperar os empréstimos e executar as garantias, quando do *default*, é positivamente ligada à disponibilidade de crédito em condições favoráveis de maturidade e taxas de juros. Esta abordagem foi formalizada por Townsend (1979), Aghion e Bolton (1992) e Hart e Moore (1994 e 1998), e elaborada sob as premissas de incompletude dos contratos e importância da solidez institucional na proteção dos direitos dos credores. A corrente desenvolveu-se com o estudo de fatores que afetam tais premissas e nela se observa que países fundamentados no modelo civil inglês oferecem, em relação àqueles embasados no romano-germânico e socialista, instituições com menor grau de burocracia, de custos de *Enforcement* nas cortes e de corrupção, e maior proteção legal aos credores (La Porta *et al.*, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2002; Djankov *et al.*, 2003).

Como ambas as linhas de raciocínio não são excludentes e estão alinhadas com a proteção dos direitos do credor, são consideradas numa visão integrada para os objetivos deste trabalho. Nesse contexto, Jappelli e Pagano (2002) sugerem que há países especializados em oferecer maior disponibilidade de informação aos credores e outros que enfatizam a proteção legal dos credores. Por esse raciocínio, países menos desenvolvidos tendem a apresentar precário sistema legal, maior dificuldade em sustentar proteção legal aos fornecedores de recursos e são mais dependentes de mecanismos de acesso à informação aos credores *ex-ante*, em comparação aos países mais ricos, detentores de sistemas legais mais desenvolvidos (Jappelli e Pagano, 2002). Dessa forma, os países se especializaram em diferentes estratégias de controle social dos negócios (Djankov *et al.*, 2003; Mulligan e Shleifer, 2005) e sua eficácia pode atenuar a contração do mercado de crédito durante as crises (Galindo e Micco, 2005),

bem como a volatilidade do mercado acionário (Hale, Razin e Tong, 2006, 2009). Além de o sistema legal influenciar a preservação dos direitos do credor, inclusive em graus distintos conforme as regiões dentro do próprio país (Japelli, Pagano e Bianco, 2005), fatores como religião, integração ao comércio internacional, língua e renda *per capita* foram considerados por Stulz e Williamson (2003). Eles identificaram que a religião tem sua influência reduzida quanto maior a inserção do país no fluxo do comércio internacional.

Tal integração também foi analisada por Cruz (2004), o qual encontrou relação positiva entre a razão Comércio internacional/PIB e o nível de endividamento privado em uma economia. Verificou que a proteção ao credor, estabilidade econômica e poupança interna são fatores relevantes, e recomendou estudos futuros abordando a poupança externa e a integração comercial.

A fraca proteção aos direitos do credor e os maiores custos de *enforcement* afetam a disponibilidade de crédito (Diamond, 2004), para as filiais de empresas multinacionais (Desai, Foley e Hines, 2004) e se relacionam com o declínio do custo de captação quando da maior participação de instituições financeiras locais (Esty, 2004), que possuem maior acesso às informações para resolver as divergências de forma privada







em relação aos credores estrangeiros, que confiam no sistema legal para a recuperação de créditos não recebidos (Mian, 2006).

Nesse contexto, Araújo e Funchal (2006; 2007) entendem que o sistema de falência de um país traz consequências para o custo de capital e o desenvolvimento do mercado de crédito.

Haselmann, Pistor e Vig (2006), ao estudarem os fatores que afetaram o volume de crédito de bancos em 12 economias em desenvolvimento, entre 1995 e 2002, concluíram que o regime de garantias é mais significativo para o fortalecimento da proteção ao credor, pois beneficia a entrada de instituições estrangeiras, bem como o número de participantes no mercado bancário. Considerando que tanto a força dos credores como a disponibilidade de informações são relevantes, Djankov *et al* (2007) estudaram a importância de ambas as correntes na influência do volume do crédito em 129 países, durante o período compreendido entre 1978 e 2003. Para tal, utilizaram a medida de direitos legais dos credores, proposto por La Porta *et al*. (1998), e os resultados obtidos sugerem que a proteção ao credor está relacionada com maior disponibilidade de crédito, sendo relativamente mais importante nos países mais ricos, um resultado consonante com Jappelli e Pagano (2002).

Qian e Strahan (2007) estudaram, além do volume de crédito, outras características e observaram que há tendência de maiores níveis de concentração e maturidade, e de menores taxas de juros, em decorrência da maior participação dos bancos locais nos fundos disponibilizados, conclusão que corrobora Esty e Megginson (2003) e Esty (2004).

As garantias oferecidas ao credor são relevantes e Warnock e Warnock (2008) avaliaram 62 países, entre 2001 e 2005. Eles observaram o incremento do volume de crédito, em decorrência da maior proteção ao credor, medida pela existência de lei de garantias e recuperação financeira, maior informação disponível e ambiente macroeconômico mais estável, mensurado pela inflação.

Bae e Goyal (2009) fizeram o estudo de painel de dados bancários de 48 países, entre 1994 e 2003, e constataram que variáveis relacionadas à proteção dos direitos de propriedade implicam maiores empréstimos bancários, com prazos maiores e *spreads* menores, enquanto variáveis relacionadas à proteção do credor afetam somente o *spread*.

De Haas, Ferreira e Taci (2010) analisaram o *portfolio* bancário de 220 instituições de 20 países em desenvolvimento e observaram que bancos estrangeiros, no segmento corporativo, enfatizam operações com garantias e concentram seus negócios com filiais de firmas internacionais e, no varejo, são mais propensos a trabalhar com clientes locais, reflexo do *ticket* médio e da possibilidade de diversificação, de forma que os resultados corroboraram Esty (2004), Mian, (2006) e Qian e Strahan (2007).

Affinito e Tagliaferri (2010) investigaram o mercado italiano, entre 2000 e 2006, e constataram que bancos possuidores de carteiras de crédito mais arriscadas, com grau de capitalização e margens de rentabilidade menores, fizeram o uso da securitização em maiores níveis, assim como as instituições de maior crescimento da carteira de empréstimos, em busca de melhores resultados. Esta constatação está de acordo com Minksy (1992) e a conclusão de Deos (1998) que as inovações financeiras são um dos pilares do crescimento da disponibilidade de recursos.

Corroborando esse raciocínio, Silipo (2011) explica que o crescimento do crédito é relacionado ao aumento do grau de confiança, influenciado pelo incremento das margens das instituições financeiras, valorização dos ativos e dos imóveis, e o desenvolvimento da securitização.



ISSN 1984-6606



As expectativas favoráveis em relação ao futuro e a menor percepção de risco influenciam a disponibilidade de recursos, e Glen, Mondragón-Vélez (2011) estudaram se o ciclo de negócios possui efeitos sobre o desempenho dos *portfolios* de empréstimos dos bancos comerciais, medido pela provisão de perdas, entre 1996 e 2008.

Seus resultados sugerem que o crescimento econômico é o principal direcionador de desempenho favorável dos *portfolios*, enquanto maiores provisões de perda estão associadas à pior qualidade da carteira e à reduzida capilaridade e capitalização dos bancos analisados.

Tal acontecimento havia sido constatado por Bouvatier e Lepetit (2008), em trabalho sobre 186 bancos europeus, durante 1992 e 1994, embora outros fatores possam influenciá-lo, conforme Fonseca e González (2008) que, com base no comportamento de bancos de 40 países, entre 1995 e 2002, verificaram a redução do gerenciamento de resultados contábeis em função do maior grau de proteção do investidor, de *disclosure*, e de regulação e supervisão bancária na economia.

Finalmente, Tsai, Chang e Hsiao (2011) retomaram a linha de estudos sobre o volume de crédito e verificaram que os maiores bancos multinacionais preferem expandir suas operações em países que possuem *bureaus* de crédito e oferecem informações de melhor qualidade sobre os devedores.

3. METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA E FONTE DE DADOS

Esta seção apresenta os procedimentos para a coleta de dados, de forma a serem selecionados os países que compõem o Grupo OCDE, os BRIC's e dezesseis países pertencentes à América Latina e Caribe. O estudo desses três conjuntos de países possibilita confrontar resultados do grupo que, em média, apresentou maiores graus de riqueza e de endividamento privado, com aqueles observados nas amostras de economias de menores níveis de renda *per capita* e disponibilidade de crédito.

Os países de maiores níveis de riqueza e de disponibilidade de crédito são denominados como Grupo OCDE e totalizam vinte e cinco unidades de corte transversal, analisadas entre 2004 e 2010. Tais países são: Austrália, Coréia do Sul, França, Itália, Países Baixos, Alemanha, Dinamarca, Grécia, Japão, Portugal, Áustria, Espanha, Irlanda, Luxemburgo, Reino Unido, Bélgica, Estados Unidos, Islândia, Noruega, Suécia, Canadá, Finlândia, Israel, Nova Zelândia e Suíca.

Embora na base de dados do Banco Mundial, constem os trinta e um países de maior renda *per capita* participantes da OCDE, seis países – Eslováquia, Eslovênia, Estônia, Hungria, Polônia e República Tcheca – não foram considerados neste grupo, por terem registrado razão Crédito/PIB inferior à média dos demais conjuntos de países analisados.

Dessa forma, torna-se possível avaliar os fatores que influenciaram a razão Crédito/PIB nas economias que, agrupadas, apresentaram maiores níveis médios de renda *per capita* e de endividamento privado em relação PIB, em comparação com os BRIC's e América Latina e Caribe. Assim, procura-se analisar os fatores que estão relacionados à variação crescente ou decrescente da razão Crédito/PIB, de um grupo de países mais ricos e de maior disponibilidade de crédito.

Apesar de haver heterogeneidade interna no Grupo OCDE, os modelos são normalizados pelo PIB e controlados pela valorização dos ativos e a política monetária. O termo BRIC's é um acrônimo referente aos países que formam um grupo cuja importância econômica e política é crescente nos fóruns de discussão internacional.





Formam este grupo, Brasil, Rússia, China e Índia, países considerados emergentes pelo seu crescimento econômico.

Para avaliar a América Latina e Caribe, utilizou-se a base do Banco Mundial que, em decorrência da disponibilidade, inviabiliza a inclusão dos seguintes países na amostra: Antígua e Barbuda, Belize, Cuba, Dominica, Granada, Haiti, Honduras, Nicarágua, Santa Lúcia, São Vincente, e Grenadines e Suriname. Dessa forma, a amostra deste grupo é composta por dezesseis países: Argentina, Costa Rica, Jamaica, Peru, Bolívia, El Salvador, México, St. Kitts e Nevis, Chile, Equador, Panamá, Uruguai, Colômbia, Guiana, Paraguai e Venezuela. O Brasil foi considerado apenas nos BRIC's por ser tratado como emergente. Foram utilizados dados do Banco Mundial (2011), complementados pelos da CIA (2011) e do *Worldwide Inflation Data* (2011).

3.2 MODELO

No modelo – Equação 1 –, a variável dependente é a razão Crédito/PIB e as independentes são: Formação Bruta de Capital, Consumo Privado, Balança de Transações Corrente, Comércio Internacional, Capitalização de Mercado, Variação do PIB, Crise, Inflação, Custo de Captação, Proteção ao Credor e *Enforcement*.

Para estimar os coeficientes dos modelos, utilizou-se a regressão de dados em painel, que combina dados em corte transversal e em série de tempo (Wooldridge, 2001). O período estudado é entre 2004 e 2010, e as unidades em corte transversal são os países que compõem o Grupo OCDE, BRIC's e América Latina e Caribe.

$$Y_{it} = a + b_1 X_{it1} + b_2 X_{it2} + \dots + u_{it}$$

(Equação 1)

Sendo:

i = 1,...., n indivíduos – O índice n se refere aos países;

t = 1,...., t períodos de tempo – O índice T se refere aos anos entre 2004 e 2010;

A variável dependente Y é a razão Crédito/PIB;

O vetor das variáveis -X – explicativas é formado pelas variáveis independentes referentes aos fatores determinantes da disponibilidade de crédito nos países.

Para a estimação do modelo foram utilizadas abordagens de efeitos fixos e aleatórios, sendo a escolha da mais adequada fundamentada nos testes de Chow, Breusch Pagan e Hausman.

Nas regressões de dados em painel, ocorreu a transformação monotônica dos dados em logaritmo natural, a qual facilita a compatibilização de escalas, auxilia na estabilização das variâncias e lineariza possíveis tendências exponenciais, característica comum em séries econômicas e financeiras, conforme Hendry (1997). Na escala logarítmica, as diferenças das séries se tornam taxas percentuais contínuas, geralmente estacionárias (Hendry, 1997). Além disso, as variáveis Formação Bruta de Capital, Consumo Privado, Comércio Internacional, Balança de Transações Correntes e Capitalização de Mercado foram obtidas em relação ao PIB, como forma de se normalizá-las pela magnitude das economias.





3.2.1 VARIÁVEL DEPENDENTE – Y

A variável dependente é mensurada pela razão entre o montante de crédito ao setor privado doméstico e o PIB de cada país. O crédito se refere aos recursos providos ao setor privado por meio de empréstimos, financiamentos, títulos de dívida, antecipações e cessões.

3.2.2 VARIÁVEIS INDEPENDENTES – X

A. DIMENSÕES

As variáveis independentes foram organizadas de acordo com as seguintes dimensões: Demanda, Integração Econômica, Ciclos, Choques e Instabilidade Econômica, Taxas de Juros e Oferta.

B. DEMANDA

 Formação Bruta de Capital: trata-se dos investimentos de longo prazo divididos pelo PIB.

Na literatura (Titman e Wessels, 1988; Rajan e Zingales, 1995; Jorge e Armada, 2001; Fama e French, 2002; Frank e Goyal, 2007; Perobelli e Famá, 2002), há estudos que avaliam se as decisões de investimento influenciam as de financiamento. Para representar aquelas decisões, foram utilizadas a razão entre valor de mercado e contábil dos ativos, e a variação do estoque de ativos.

Por sua vez, os trabalhos a respeito do volume de crédito nos países não enfatizaram a influência eventual das decisões de investimento sobre o seu nível. No entanto, verificase a relação positiva entre nível de investimento e crescimento econômico (Keynes, 1936; 1971) e entre este e desenvolvimento financeiro, sinalizando a ligação, em mesmo sentido, dos investimentos com a disponibilidade de crédito nas economias.

Assim, o artigo inclui as decisões de investimento no modelo, representadas pela Formação Bruta de Capital/PIB. Quanto maior o seu valor, sugere-se que houve investimentos de longo prazo e de maior magnitude nas economias.

Na literatura, menciona-se que o nível de investimento público, direcionado às melhorias de infraestrutura e dos serviços, pode gerar externalidades positivas aos investimentos privados, além de ampliar a demanda por insumos e serviços do setor privado (Luporini e Alves, 2007), o que estaria associado favoravelmente ao crescimento econômico (Keynes, 1936; 1971) e deste com a disponibilidade de crédito. Caso a Formação Bruta de Capital possua relação positiva com a variável dependente, há indícios de que seus maiores patamares se associam à elevação da disponibilidade de recursos.

Essa configuração seria análoga às relações mencionadas por Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), em que o maior grau de endividamento está relacionado com a oportunidade de crescimento. Assim, o volume de crédito estaria associado positivamente às decisões de investimento privados, e eventuais diretrizes públicas para uma política orçamentária expansionista poderiam estimular a liquidez de recursos de credores ao setor privado, além de gerar externalidade positiva.

Portanto, as decisões privadas e públicas nesse contexto poderiam implicar no aumento da razão Crédito/PIB. Além disso, a ligação positiva entre a Formação Bruta de Capital com esta variável dependente pode estar associada com o grau de desenvolvimento dos mecanismos de crédito.

Se o relacionamento entre o volume de crédito e a Formação Bruta de Capital for negativo, o perfil seria análogo ao esperado por Scott (1976), Miller (1977) e DeAngelo



e Masulis (1980), sugerindo a necessidade de resguardar os fornecedores de recursos com direitos de propriedade, bem como uma possível ligação com o menor desenvolvimento dos mecanismos de crédito na economia. Além disso, o sinal negativo poderia indicar que eventuais políticas orçamentárias expansionistas estariam gerando externalidades negativas, ao reduzir a disponibilidade de recursos ao setor privado nas economias, sinalizando eventual efeito *crowding out*.

Consumo Privado: é o índice obtido pela divisão do Consumo Privado pelo PIB.
Em Cruz (2004), houve a inclusão da poupança interna, vinculando-a favoravelmente ao nível de crédito. Isso é coerente com os aspectos mencionados por Rossetti (2003), Dornbusch, Fischer e Startz (2008) e Vasconcellos (2010), em que o incentivo à poupança é associado positivamente ao crescimento e ambos com a disponibilidade de crédito.

Embora na corrente *keynesiana* poupança e financiamento não se confundam necessariamente, aquela é relevante na formação de financiamento de longo prazo (Keynes, 1936; 1971).

Dessa forma, a relação positiva entre a poupança interna e a variável dependente é avaliada, porém através da razão Consumo Privado/PIB, o que se justifica pelos seguintes aspectos:

- as decisões de consumo das famílias não foram enfatizadas pelos estudos e, assim como a Formação Bruta de Capital, podem retratar as decisões dos usuários de recursos financeiros:
- além de representar a influência da poupança interna de um país, é possível que capture as implicações das decisões de consumo das famílias sobre a liquidez do setor privado;
- o direcionamento de uma maior disponibilidade de crédito para consumo é, inclusive, uma decisão de investimento do credor.

Caso a relação da razão Consumo Privado/PIB com o volume de crédito seja negativa, sinalizaria que o maior consumo afetaria desfavoravelmente a poupança interna de um país, e a liquidez ao setor privado. Se a relação for positiva, representaria uma possível associação em mesmo sentido entre as decisões de consumo das famílias e a disponibilidade de crédito ao setor privado.

C. INTEGRAÇÃO ECONÔMICA

A integração econômica foi estudada por Stulz e Williamson (2003), os quais concluíram que a maior integração com o exterior atenua o impacto cultural e acentua a padronização de instituições para que estejam alinhadas à competitividade internacional de um país.

Cruz (2004), por sua vez, observou a relação positiva entre a razão Comércio internacional/PIB e o nível de endividamento de uma economia, e identificou a poupança externa como um aspecto a ser estudado.

Assim, de forma a mensurar a integração econômica, foram utilizados a magnitude do fluxo de exportação e importação, e o saldo em transações correntes para representar a poupança externa. Ambos serão avaliados sob a perspectiva de diferentes grupos de países.

 Comércio Internacional: é o total do fluxo de exportações e importações em um ano, em relação ao PIB do país.

Caso esta variável apresente relação positiva com o volume de crédito de um país, há indícios de que o maior fluxo comercial auxiliou a estimular a liquidez do setor privado em geral. Se a relação for negativa, a maior magnitude do fluxo comercial das



ISSN 1984-6606



economias restringiria a disponibilidade de crédito ao setor privado, abrindo a possibilidade de discussão acerca da qualidade das estratégias de inserção do país no comércio internacional.

 Balança de Transações Correntes: é o saldo das transações que o país teve com o exterior, em relação ao seu PIB.

Caso esta variável apresente relação positiva com o volume de crédito de um país, há indícios de que o saldo positivo em transações correntes esteve de acordo com o estímulo da liquidez ao setor privado. Se a relação for negativa, sugere-se que o maior endividamento privado s foi caracterizado por menores saldos em transações correntes.

D. CICLOS, CHOQUES E INSTABILIDADE

 Capitalização de mercado: representa o valor de mercado das empresas negociadas na bolsa de valores em relação ao PIB.

Para avaliar se expectativas favoráveis em relação ao futuro influenciaram a disponibilidade de recursos na economia, a Capitalização de Mercado das firmas em relação ao PIB é utilizada, na regressão. Assim, procura-se avaliar se estas expectativas financeiras estiveram associadas ao maior volume de recursos de credores ao setor privado nas economias dos países.

- Variação do PIB: é a variação anual do PIB.

O ritmo de crescimento econômico ou de desaceleração está relacionado com ciclos de Minsky (1992), ou com os choques de Stiglitz e Greenwald (2004).

Dessa forma, procura-se avaliar se a evolução das atividades econômicas apresentou relação com a disponibilidade de crédito nas economias.

Caso o coeficiente seja positivo, indicaria que o volume de crédito é incrementado quanto maior o crescimento da economia. Se negativo, o menor crescimento econômico estaria ligado ao maior volume de crédito, o que pode relacionar-se com o fato de o volume de crédito não poder ser reduzido de forma imediata (Tsuru, 2000), bem como pelo fato de eventuais políticas de incentivo, em momentos de reduzido desempenho econômico, terem visado o estímulo do crédito nas economias, como estratégia de evitar os choques endógenos de Stiglitz e Greenwald (2004).

 Crise Financeira: é a dummy para os anos de 2008 e 2009 em que a crise financeira ocorreu.

Embora haja discussão se as crises são cíclicas (Minsky, 1992) ou provenientes de características endógenas dos mercados que originam os choques (Stiglitz e Greenwald, 2004), suas ocorrências repercutem sobre as formas de captação dos agentes (Voutsinas e Werner, 2011).

Dessa forma, inclui-se esta variável e, caso o sinal de seu coeficiente seja positivo, é possível que eventuais políticas, em momentos de crise, terem visado o estímulo do crédito nas economias, como estratégia de evitar os choques endógenos mencionados por Stiglitz e Greenwald (2004). Se o sinal for negativo, há indícios de a crise ter reduzido a liquidez do setor privado.

Inflação: é a taxa de inflação oficial de cada país.

A instabilidade monetária é tratada neste artigo através da inflação anual oficial dos países. Reflete o aumento geral do nível de preços, representando maior instabilidade monetária, o que afeta as decisões financeiras dos agentes econômicos em um país. Caso fosse negativa em relação ao nível de crédito, haveria indícios de que a instabilidade monetária está associada à redução da disponibilidade de recursos de credores, coerente com Cruz (2004) e Warnock e Warnock (2008). Djankov *et al.* (2007) a utilizaram apenas como controle do estudo.





E. TAXAS DE JUROS

Custo de Captação: mensurado pela Prime Rate de cada economia e representa a proxy do custo de captação do setor privado.

Embora haja divergências entre a corrente clássica e a *keynesiana* acerca das taxas de juros, em ambas observa-se a existência de seu vínculo com a disponibilidade de crédito. Caso a relação seja negativa com o nível de endividamento, sinalizaria que os menores custos de captação estão associados à maior disponibilidade de recursos.

F. OFERTA

 Proteção ao credor: retrata o grau de proteção ao credor através da existência de leis falimentares.

Esta variável é utilizada por autores como Haselmann, Pistor e Vig (2006), Djankov *et al.* (2007), Warnock e Warnock (2008), Bae e Goyal (2009), De Haas, Ferreira e Taci (2010), seja com base em La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1997 e 1998). Pela representatividade do Banco Mundial, utiliza-se o seu indicador, que mensura o grau de proteção ao credor. Este índice é escalar, de zero a dez, sendo este o maior nível (Banco Mundial, 2011), e de acordo com a existência das leis falimentares consideradas pela instituição.

Espera-se que seja positivamente relacionado com o nível de crédito (Haselmann, Pistor e Vig, 2006; Djankov *et al.*, 2007; Warnock e Warnock, 2008; Bae e Goyal, 2009; De Haas, Ferreira e Taci, 2010), além de mais relevante e de maior intensidade nos países mais ricos da amostra, conforme Djankov *et al.* (2007).

 Enforcement: É o número de dias entre o início do processo judicial e a observância de um contrato, ou seja, o pagamento da dívida pelo devedor.

Avalia a agilidade do judiciário, esperando-se relação negativa com o volume de crédito (Djankov *et al.*, 2007).

4. RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A tabela 1 mostra os valores médios, em suas medidas originais, e os coeficientes de variação, calculados entre 2004 e 2010, para compreensão das características gerais da amostra:

Tabela 1. Estatística descritiva – valores médios e coeficiente de variação

Variável	Amostra Total		Grupo OCDE		BRIC's		América Latina e Caribe	
	Média	C.V. (*)	Média	C.V. (*)	Média	C.V. (*)	Média	C.V. (*)
Crédito/PIB - %	96,86	0,65	141,03	0,34	60,34	0,56	38,29	0,60
Formação Bruta de Capital - %	22,52	0,25	21,46	0,18	29,84	0,37	22,32	0,22
Consumo Privado - %	59,50	0,19	55,35	0,15	50,83	0,19	68,14	0,16
Balança de Transações Correntes - %	-0,32	23,22	0,23	32,65	3,16	1,43	-2,03	3,55
Comércio Internacional - %	58,97	0,49	63,67	0,51	38,87	0,38	56,74	0,40
Capitalização de Mercado - %	70,98	0,77	90,35	0,63	75,61	0,45	37,83	1,01
Variação do PIB - % aa	3,24	1,21	1,75	1,72	7,13	0,60	4,57	0,88
Inflação — % aa	4,26	1,05	2,18	0,82	6,57	0,56	6,95	0,83
Custo de Captação – % aa	10,62	0,84	5,55	0,62	19,30	0,90	14,34	0,45
Proteção ao Credor - de 0 a 10 (**)	6	0,40	7	0,26	4	0,42	4	0,44



ISSN 1984-6606



 Enforcement – dias
 559
 0,48
 474
 0,48
 711
 0,63
 652
 0,33

Elaborada pelos autores. (*) CV: Coeficiente de variação – em decimal. (**) Para Amostra Total - média: 5,9 e mediana: 6 / Para grupo OCDE - média 7,2 e mediana: 7; Para BRIC's - média: 4,6 e mediana: 3,5 / Para América Latina e Caribe - média: 4,2 e mediana: 4.

Os números indicam, em média, que o Grupo OCDE apresentou maiores níveis de endividamento na economia, de fluxo de Comércio Internacional, de Capitalização de Mercado e de Proteção ao Credor, além de menores valores de período de *Enforcement* dos contratos, de Custo de Captação, de crescimento econômico, de investimentos de longo prazo e de inflação entre 2004 e 2010.

Estas características, ao sinalizarem tratar-se de grupo de maior endividamento privado, de integração internacional, de desenvolvimento e estabilidade institucional e monetária, com menores volumes de investimentos de longo prazo em relação à magnitude de suas economias e taxas de captação de recursos, sugerem que tais países compõem o grupo de economias em estágio mais avançado e de maior homogeneidade, em geral, segundo as medidas de dispersão.

As economias dos países de maior renda *per capita* foram as de maior porte, assim como a dos BRIC's que, por sua vez, registraram valores médios mais elevados de Formação Bruta de Capital, de Variação do PIB e de saldo na Balança de Transações Correntes, corroborando o entendimento de se tratar de um grupo de países emergentes, cuja importância relativa é crescente no cenário internacional.

No entanto, os elevados números de *Enforcement* e de Custo de Captação de recursos merecem destaque, por poderem ter afetado a evolução da disponibilidade de crédito nestes países.

Os países da América Latina e Caribe analisados registraram, em média, maiores níveis médios de consumo privado e de inflação, além de menores valores de disponibilidade de crédito em relação ao PIB, de saldo da Balança de Transações Correntes, de Capitalização de Mercado e de Proteção ao Credor. Estas características podem ter vínculo com o fato de serem economias de menor renda *per capita*, como os BRIC's, porém de menor porte quando comparadas com as demais.

4.2 REGRESSÃO DA AMOSTRA TOTAL

Os testes indicam que o modelo mais apropriado é o de Efeitos Fixos com 236 observações e 45 unidades de corte transversal.

Tabela 2. Efeito Fixo: regressão da amostra total entre 2004 e 2010

Variáveis Independentes – X		P-valor	
Inflação		0,04267	**
Crise	0,034185	0,05485	*
Capitalização de Mercado		0,07788	*
R-quadrado	0,969983		
R-quadrado ajustado			

Elaborada pelos autores / (*) $\alpha = 0.10$; (**) $\alpha = 0.05$.

As variáveis mais relevantes foram a Inflação, a Crise e a Capitalização de Mercado, em ordem decrescente. Há a sinalização de que o menor grau de instabilidade monetária medida pela Inflação, a Crise financeira e o maior Capitalização de Mercado das firmas se relacionaram positivamente à disponibilidade de crédito.



ISSN 1984-6606



O resultado para a Inflação é coerente com Cruz (2004) e Warnock e Warnock (2008), e, para a Crise, o sinal positivo obtido pelo seu coeficiente pode sugerir que eventuais políticas de incentivo econômico teriam visado ao estímulo do crédito nas economias, como estratégia de evitar os choques endógenos de Stiglitz e Greenwald (2004).

A relação positiva da Capitalização de Mercado com a variável dependente foi consistente com Minsky (1992), Deos (1998) e Silipo (2011).

Observa-se que, das dimensões estudadas, a que se refere aos Ciclos, Choques e Instabilidade foi a única relevante aos países entre 2004 e 2010.

4.3 REGRESSÃO DO GRUPO OCDE

Os testes indicam que o modelo mais apropriado é o de Efeitos Fixos com 116 observações e 25 unidades de corte transversal.

O modelo demonstra que o Consumo Privado, o Comércio Internacional e a Capitalização de Mercado foram as variáveis mais significativas, em ordem decrescente. Nesse sentido, as dimensões relevantes para este grupo de países foram a Demanda, Integração Econômica e Ciclos, Choques e Instabilidade. Para este grupo de países, na dimensão Demanda, a Formação Bruta de Capital não foi relevante, ou seja, as oportunidades de investimento de longo prazo não explicaram a dinâmica do endividamento. Constatou-se que o sinal positivo de Consumo Privado representa uma possível associação positiva entre as decisões de consumo das famílias e a disponibilidade de crédito ao setor privado. Os dados sugerem relevância da influência de eventuais políticas de acesso ao crédito na evolução da variável dependente nas economias mais endividadas e de maior renda *per capita*. Assim, com base nestes resultados, as implicações para os países de maior renda *per capita* e com maior disponibilidade de crédito privado são:

- o desenvolvimento de mecanismos financeiros que sustentaram a ampliação da exposição ao risco de crédito e o maior direcionamento de recursos ao consumo das famílias, por terem implicações sobre a razão Crédito/PIB, demandam monitoramento e maior regulação;
- tal necessidade é acentuada pelo fato de o Consumo Privado ter sido o fator de maior coeficiente (4,8794).

Tabela 3. Efeito Fixo: regressão do Grupo OCDE entre 2004 e 2010

Variáveis Independentes – X		P-valor	
Consumo Privado		0,0009	***
Comércio Internacional	0,643821	0,0019	***
Capitalização de Mercado		0,0100	***
R-quadrado	0,910648		
R-quadrado ajustado	0,871556		

Elaborada pelos autores / (***) $\alpha = 0.01$

Na dimensão Integração Econômica, embora o saldo da Balança de Transações Correntes não tenha sido importante, a magnitude do fluxo de Comércio Internacional apresentou influência no nível de endividamento, em linha com a literatura (Stulz e Williamson, 2003; Cruz, 2004). Os números indicam a relevância de políticas direcionadas à ampliação do Comércio Internacional, o que pode ter vínculo com o fato de o maior fluxo de Comércio Internacional demandar recursos financeiros para

Revista Economia & Gestão – v. 13, n. 32, maio/ago. 2013.

ISSN 1984-6606



sustentá-lo, resultando em maior necessidade do setor privado por recursos para financiar o capital de giro ou os ativos de longo prazo quando da internacionalização de suas operações.

Dentre as variáveis da dimensão Ciclos, Choques e Instabilidade, apenas a Capitalização de Mercado foi relevante e o sinal positivo obtido pelo seu coeficiente corrobora a corrente que a relaciona com os ciclos de crédito (Minsky, 1992; Deos, 1998; Silipo, 2011).

4.4 REGRESSÃO DOS BRIC'S

Os testes indicam que o modelo de Efeitos Fixos é mais apropriado, com 28 observações e 4 unidades de corte transversal.

As variáveis mais significativas foram a Balança de Transações Correntes, a Formação Bruta de Capital, o Comércio Internacional, a Capitalização de Mercado, a Variação do PIB, o *Enforcement*, o Custo de Captação e a Proteção ao Credor. Assim, verifica-se que todas as dimensões foram importantes no caso dos BRIC's.

Na dimensão Demanda, o sinal positivo da Formação Bruta de Capital indica que as oportunidades de investimento de longo prazo estiveram em concordância com a disponibilidade de recursos dos credores, o que é coerente com Myers e Majluf (1984) e Myers (1984). Os números sinalizam a possibilidade de as decisões de investimento privado e público de longo prazo terem estimulado o incremento da razão Crédito/PIB. O volume de crédito estaria associado favoravelmente às decisões de investimentos privados, e eventuais diretrizes públicas voltadas a uma política orçamentária expansionista podem ter estimulado a liquidez de recursos de credores ao setor privado, por gerar externalidade positiva neste segmento. Além disso, é possível que esta ligação positiva, entre a Formação Bruta de Capital com a variável dependente, tenha relação com o grau de acesso dos devedores aos mecanismos de crédito.

Tabela 4. Efeito Fixo: regressão BRIC's entre 2004 e 2010

Variáveis Independentes – X		P-valor	
Balança de Transações Correntes		<0,00001	***
Formação Bruta de Capital	0,728796	<0,00001	***
Comércio Internacional	0,351845	0,00005	***
Capitalização de Mercado		0,00032	***
Variação do PIB		0,00099	***
Enforcement		0,00118	***
Custo de Captação		0,00149	***
Proteção ao Credor		0,07661	*
R-quadrado	0,996405		
R-quadrado ajustado			

Elaborada pelos autores / (*) α = 0,10; (***) α = 0,01.

Na dimensão Taxas de Juros, o sinal negativo demonstra que maior Custo de Captação se relacionou negativamente com a disponibilidade de crédito privado.

Na dimensão Oferta, o sinal negativo do *Enforcement* é consistente com Djankov *et al.* (2007), por evidenciar que a menor agilidade do sistema judiciário desestimula a disponibilidade de crédito nas economias. Por outro lado, a relação negativa, obtida pela







Proteção ao Credor, indica que o crescimento de crédito nas economias teve uma possível ligação com inferiores graus de proteção legal dos credores. Este resultado é inconsistente com a literatura, fato que o destaca.

Uma explicação factível estaria na própria variável que se origina da avaliação do Banco Mundial a respeito da existência de leis protetoras dos fornecedores de capital. Assim, quanto mais categorias de leis o país apresenta, melhor é a análise desta instituição. No entanto, para os países emergentes, há a possibilidade dos credores não considerarem a quantidade de leis existentes, mas sim, o seu cumprimento, que por sua vez é refletido em *enforcement*. É possível que os credores estejam julgando que o volume de leis possa representar a fraqueza institucional deste grupo, na proteção de seus interesses. Isso pode ter relação com o fato de os demais emergentes terem sistemas legais fundamentados na tradição romano-germânica e socialista – exceto a Índia, que possui tradição legal inglesa. Consequentemente, há predominância de tradições legais que oferecem menor proteção aos fornecedores de capital (La Porta *et al.*, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2002; Djankov *et al.*, 2007). Com base nos resultados obtidos, os aspectos a seguir merecem destaque para o grupo de países de maior crescimento:

- como a organização das leis e o seu cumprimento foram aspectos importantes para a liquidez ao setor privado, o foco das diretrizes de melhoria institucional não deveria recair sobre a quantidade de leis, mas sobre a capacidade do judiciário ser produtivo, com menor burocracia na conclusão dos processos;
- dado que as políticas monetárias possuíram efeito nas economias de maior crescimento, as decisões que influenciem o custo de captação puderam ser utilizadas como instrumento de administração da liquidez no setor privado.

Na dimensão Ciclos, Choques e Instabilidade, a Crise e a Inflação não explicaram o comportamento do volume de crédito nos BRIC's. Observa-se que os acontecimentos de 2008 e 2009, bem como a instabilidade monetária, não foram relevantes neste grupo de países.

No entanto, a Capitalização de Mercado e os menores ritmos Variação do PIB se relacionaram de forma positiva com o crédito.

No caso da Capitalização de Mercado, o resultado corrobora Minsky (1992), Deos (1998) e Silipo (2011), coincidindo com o que foi obtido pelo Grupo OCDE. A implicação para os grupos de países de maior economia é que os preços dos ativos requerem acompanhamento.

A relação negativa obtida pela Variação do PIB, por sua vez, sugere que eventuais políticas de incentivo ao crédito nestas economias ocorreram como estratégia de evitar os choques endógenos de Stiglitz e Greenwald (2004).

Em Integração Econômica, saldos negativos na Balança de Transações Correntes e o Comércio Internacional indicam que tal dimensão foi relevante para os BRIC's, corroborando Stulz e Williamson (2003) e Cruz (2004).

4.5 REGRESSÃO DOS PAÍSES DA AMÉRICA LATINA E CARIBE

Os testes indicam que o modelo mais apropriado é o de Efeitos Fixos e engloba 92 observações com 16 unidades de corte transversal.



Tabela 5. Efeito Fixo: regressão da América Latina e Caribe entre 2004 e 2010

Variáveis Independentes – X		P-valor	
Balança de Transações Correntes		0,00004	***
Comércio Internacional	0,240641	0,00482	***
Consumo Privado	-0,590229	0,00791	***
Inflação	-0,234486	0,07166	*
Formação Bruta de Capital		0,07395	*
Variação do PIB		0,09274	*
R-quadrado	0,979944		
R-quadrado ajustado	0,971922		

Elaborada pelos autores / (*) $\alpha = 0.10$; (***) $\alpha = 0.01$.

A Balança de Transações Correntes, o Comércio Internacional, o Consumo Privado, a Inflação, a Formação Bruta de Capital e a Variação do PIB foram relevantes, demonstrando que as dimensões mais relevantes nos países da América Latina e Caribe estudados foram Demanda, Integração Econômica e Ciclos, Choques e Instabilidade.

Na dimensão Demanda, o sinal negativo de Formação Bruta de Capital pode indicar a existência de outras formas de captação de recursos para financiar as oportunidades de investimento, como fontes de capital próprio. Isso estaria de acordo com Scott (1976), Miller (1977) e DeAngelo e Masulis (1980), e poderia ser reflexo de menor acesso dos países da América Latina e Caribe aos mecanismos de crédito, entre 2004 e 2010. Além disso, o sinal negativo pode indicar que eventuais políticas orçamentárias expansionistas geraram externalidades negativas, como afetar os projetos de investimentos privados com a redução da disponibilidade de recursos para o setor privado nas economias, o efeito *crowding out*.

O Consumo Privado esteve negativamente ligado à disponibilidade de crédito e sinaliza que o maior consumo afetou desfavoravelmente a poupança interna, bem como a disponibilidade de recursos financeiros para o setor privado, fato este alinhado com a literatura (Rossetti, 2003; Cruz, 2004, Dornbusch; Vasconcellos, 2010).

Em Integração Econômica, o saldo negativo da Balança de Transações Correntes e o fluxo do Comércio Internacional indicam que tal dimensão foi relevante. Esta relação corrobora Stulz e Williamson (2003) e Cruz (2004). Ressalta-se que em todos os grupos de países a magnitude do Comércio Internacional teve relevância, de forma que é importante avaliar em futuros estudos a ligação do volume de exportações ou das importações e o grau de endividamento nas economias.

Na dimensão Ciclos, Choques e Instabilidade, a Crise e a Capitalização de Mercado não foram relevantes. Observa-se que os acontecimentos de 2008 e 2009, bem como o valor dos ativos não foram significativos para este grupo de países.

Porém, a Inflação obteve sinal negativo, coerente com a literatura (Cruz, 2004; Warnock e Warnock, 2008). A Variação do PIB também obteve relação negativa com a variável dependente, o que sugere que eventuais políticas de incentivo do crédito nas economias podem ter sido adotadas como estratégia para evitar os choques endógenos, mencionados por Stiglitz e Greenwald (2004).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS



ISSN 1984-6606



Foi observado que o modelo empírico usualmente adotado na literatura em estudos sobre o tema enfatiza a influência dos fatores institucionais e legais, e utiliza as variáveis macroeconômicas como controle. Assim, o enfoque recai sobre os fatores relacionados à oferta. Este estudo de expandiu a linha de pesquisa avaliando se a disponibilidade de crédito é afetada, além de variáveis relacionadas à oferta, por fatores característicos da demanda, como as decisões de investimento e de consumo, e pelos elementos ligados aos ciclos, choques e instabilidade econômica e à integração econômica. Partindo do argumento de heterogeneidade entre regiões, o artigo, com o emprego de regressões de dados em painel. Com base nos resultados obtidos, observouse que, como em todos os grupos de países a magnitude do Comércio Internacional teve relevância, é importante avaliar em futuros estudos a contribuição do volume de exportações ou das importações no grau de endividamento nas economias.

Para o Grupo OCDE, verifica-se a necessidade de ter havido a avaliação e monitoramento das inovações de mecanismos financeiros que sustentaram a ampliação da exposição ao risco de crédito ao consumo, de forma a merecer destaque a variável Consumo Privado que foi a mais relevante, sendo que seu aumento em 1 ponto percentual esteve relacionado ao aumento de 4,8 pontos percentuais na razão Crédito/PIB.

Ressalta-se que, tanto para os BRIC's e América Latina e Caribe, a variável mais relevante foi a Balança de Transações Correntes, de forma que a cada variação negativa de 1 ponto percentual esteve relacionado à variação positiva de 2,07 e 0,61 pontos percentuais, respectivamente, na razão Crédito/PIB. Assim, menores saldos na Balança de Transações Correntes estiveram ligados à variável dependente e nos BRIC's o coeficiente foi maior do que o da América Latina e Caribe.

Para os BRIC's os resultados indicaram, para o período estudado, a necessidade de melhoria da agilidade do judiciário voltado à proteção ao credor e a importância da utilização de instrumentos de política monetária, dado que possuíram relacionamento com a relação Crédito/PIB nas economias de maior crescimento.

Além disso, nos BRIC's, a Formação Bruta de Capital apresentou relação positiva com o volume de crédito nos países emergentes, podendo ser reflexo da maior liquidez proporcionada pelos investimentos privados, por externalidades positivas de gastos públicos, ou pelo direcionamento de crédito aos investimentos de longo prazo das empresas.

Na América Latina e Caribe, por sua vez, esta variável teve relação negativa com o volume de crédito, sinalizando indícios de que as oportunidades de investimento não estimularam a liquidez nas economias, bem como a possibilidade de não ter ocorrido a externalidade positiva dos gastos públicos.

Ademais, na América Latina e Caribe, o sinal negativo do Consumo Privado pode indicar que a poupança interna foi mais sensível nos países de menores patamares de renda *per capita* e de crescimento econômico. Provavelmente, seja reflexo do fato de terem possuído menor potencial de formação de poupança interna, quando comparado aos demais grupos de países estudados. E, acentuando este aspecto, neste grupo de países, a Inflação apresentou relação negativa com o volume de crédito.

A adoção de políticas de incentivo de crédito sem considerar quais fatores se relacionaram com a razão Crédito/PIB pode ter reflexos indesejáveis. Portanto, os aspectos seguintes são relevantes.

Enquanto no Grupo OCDE se constata a necessidade de ter ocorrido maior monitoramento sobre as inovações financeiras, para os grupos de países de menor renda *per capita* (BRIC's e América Latina e Caribe) se observam que:



ISSN 1984-6606



- o crescimento da razão Crédito/PIB, motivado pelo maior desenvolvimento do mercado de crédito, requer identificar se tal aumento realmente esteve ligado aos investimentos que resultam no incremento da renda *per capita* e na formação da poupança interna;
- caso o fomento da disponibilidade de crédito, voltado aos investimentos privados, tenha sido realizado através de instituições públicas, é fundamental ter ocorrido o emprego de critérios consistentes para a concessão de crédito e avaliar em que grau tais investimentos estimularam a renda per capita e a formação da poupança interna;
- como há indícios de que os investimentos públicos estiveram associados à liquidez no setor privado, a externalidade positiva dos gastos públicos eventualmente ocorrida necessita ser avaliada;
- em economias de reduzida renda per capita e de menor crescimento econômico, como o consumo das famílias possui relação negativa com a liquidez para o setor privado, são aspectos merecedores de atenção: (a) os possíveis efeitos negativos de políticas de incentivo ao crédito direcionado ao consumo; (b) a ênfase em diretrizes voltadas para a formação de poupança interna; e (c) a implementação de políticas de estabilidade monetária.

Os estudos anteriores, em geral, não apresentam consenso sobre as variáveis relacionadas à disponibilidade de crédito nos países. Embora este trabalho não forneça resposta incisiva para este consenso, oferece os indícios, com significância estatística para o período entre 2004 e 2010, auxiliando no aprofundamento das discussões sobre o assunto, ao analisar os possíveis resultados para os coeficientes.

Os modelos de regressão em painel foram relevantes ao artigo e os testes de Chow, Breusch Pagan e Hausman validaram o modelo de efeito fixo, caracterizado por coeficientes controlados por variáveis constantes no tempo, como a dimensão geográfica dos países, idioma, por exemplo.

No entanto, o tema abordado neste trabalho não se esgota. Futuros trabalhos podem avaliar com maior profundidade o impacto de variáveis que representem a política monetária dos países, diferentemente do que ocorreu neste, além de estudar outros períodos de tempo. Além disso, caso o foco não recaia sobre as variáveis institucionais, a base de dados pode ser feita em termos mensais, por exemplo, de forma que a dummy de crise possa ser atribuída aos meses em que ocorreu.





BIBLIOGRAFIA

AFFINITO, M.; TAGLIAFERRI, E. Why do (or did) banks securitize their loans? Evidence from Italy. **Journal of Financial Stability**, 6, p. 189-202, 2010.

AGHION, P.; BOLTON, P. An incomplete contracts approach to corporate bankruptcy. **Review of Economic Studies**, 59, p. 473–494, 1992.

AL-YOUSIF, Y. K. Financial development and economic growth: another look at the evidence from developing countries. **Review of Financial Economics**, 11, p. 131-150, 2002.

ARAÚJO, A.; FUNCHAL, B. A Nova Lei de Falências Brasileira e Seu Papel no Desenvolvimento do Mercado de Crédito. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 36, n. 2, p. 209-254, 2006.

ARAUJO, A.; FUNCHAL, B. A nova Lei das Falências brasileira: primeiros impactos. In: **XXXV Encontro Nacional de Economia,** 2007, Niterói/RJ.

ARESTIS. P; DEMETRIADES, P. O. <u>Finance and Growth: Institutional Considerations</u>, Financial Policies and Causality. <u>Keele Department of Economics</u> <u>Discussion Papers</u>, Department of Economics, Keele University, 1997

BAE, K. H.; GOYAL, V. K. Creditor rights, enforcement, and bank loans. **The Journal of Finance**, v. LXIV, n 2, 2009.

BANCO MUNDIAL. Disponibiliza dados políticos, sociais e econômicos dos países. <www.worldbank.org> Acesso em dezembro/2011

BEBCZUK, R.. Corporate finance, financial development and growth. **Centro de Estudos Monetarios Latinoamericanos-Mexico**, 2001.

BECSI, Z.; WANG, P. Financial development and growth. **Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta**, 4th quarter, 1997.

BENCIVENGA, V. R.; SMITH, B.. Financial intermediation and economic growth. **The Review of Economic Studies**, v. 58, n. 2, p. 194, 1991.

BOUVATIER, V.; LEPETIT, L. Banks' procyclical behavior: does provisioning matter? **International Financial Markets, Institutions and Money**, 18, p. 513-526, 2008.

CHRISTOPOULOS, D. K, TSIONAS, E. G. Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests. **Journal of Development Economics**, 73, p. 55–74, 2004.

CIA - Central Intelligence Agency. Disponibiliza dados políticos, sociais e econômicos dos países. < www.cia.gov > Acesso em dezembro/2011.

CRUZ, A. P. **Impactos de fatores condicionantes do volume de crédito**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

DeANGELO, H.; MASULIS, R.W.. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, v.8, n.1, 1980.

DE HAAS, R.; FERREIRA, D.; TACI, A. What determines the composition of banks' loan portfolios? Evidence from transition countries. **Journal of Banking & Finance**, 34, 2010.

DEOS, S. S. Instabilidade financeira numa economia de Mercado de capitais. **Ensaios FEE**, v. 19, n. 2, 1998, p 38-61.

DESAI, M. A.; FOLEY, C. F.; HINES, J. R. A multinational perspective on capital structure choice and internal capital markets, **Journal of Finance**, 59, p. 2451–2488, 2004.

DIAMOND, D. Committing to commit: Short-term debt when enforcement is costly, AFA Presidential Address, **Journal of Finance**, LIX, 4, p. 1447–1480, 2004.





DJANKOV, S., GLAESER, E., LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. The new comparative economics. **Journal of Comparative Economics**, 31, p. 595–619, 2003.

DJANKOV, S.; MCLIESCH, C.; SHLEIFER, A. Private credit in 129 countries. **Journal of Financial Economics**, 84, p. 299-329, 2007.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S.; STARTZ, R. **Macroeconomia**. São Paulo: McGraw Hill, 2008.

ESTY, B. When do foreign banks finance domestic projects? New evidence on the importance of legal and financial systems, **Working paper**, **Harvard Business School**, 2004.

ESTY, B. C.; MEGGINSON, W.L. Creditor rights, enforcement, and debt ownership structure: Evidence from the global syndicate loan market. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 38, p. 37–59. 2003.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, 2002.

FMI. **Global Financial Stability Report**, 2011. Disponível em < www.imf.org > Acesso: janeiro/2012

FONSECA, A. N.; GONZÁLEZ, F. Cross-country determinants of bank income smoothing by managing loan-loss provisions. **Journal of Banking & Finance**, 32, p. 217-228, 2008.

FRANK. M. Z.; GOYAL, V. K. Capital structure decisions: wich factors are reliably important? **Working paper**, 2007.

GALINDO, A.; MICCO, A. Creditor protection and credit volatility. **Inter-american Development Bank**, 2005.

GLEN, J.; MONDRAGÓN-VÉLEZ, C.; Business cycle effects on commercial bank loan portfolio performance in developing economies. **Review of Development Finance**, 1, p. 150-165, 2011.

HALE, G.; RAZIN, A.; TONG, H. Institutional weakness and stock volatility. **NBER** working paper series, 2006.

HALE, G.; RAZIN, A.; TONG, H. The impact of credit protection on stock prices in the presence of credit crunches. **NBER working paper series**, 2009.

HAO, C. Development of financial intermediation and economic growth: The Chinese experience. **China Economic Review**, 17, p. 347–362, 2006.

HART, O., MOORE, J. A theory of debt based on the inalienability of human capital. **Quarterly Journal of Economics**, 109, p. 841–879, 1994.

HART, O., MOORE, J. Default and renegotiation: a dynamic model of debt. **Quarterly Journal of Economics**, 113, p. 1–42, 1998.

HASAN, I.; WACHTEL, P., ZHOU M. Institutional development, financial deepening and economic growth: Evidence from China. **Journal of Banking & Finance**, 33, p. 157–170, 2009.

HASELMANN, R., PISTOR, K., VIG, V. **How law affects lending**. Columbia Law School, New York, 2006.

HASSAN M. K.; SANCHEZ, B.; YU, J. Financial development and economic growth: New evidence from panel data. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 51, p. 88–104, 2011.

HENDRY, David F. **Dynamic Econometrics**. New York: Oxford University Press, 1997, 1. ed., 869 p.

JAFFEE, D., RUSSELL, T. Imperfect information, uncertainty and credit rationing. **Quarterly Journal of Economics**, 90, p. 651–666, 1976.





JAPPELLI, T., PAGANO, M. Information sharing, lending, and defaults: cross-country evidence. **Journal of Banking and Finance**, 26, p. 2017–2045, 2002.

JAPPELLI, T.; PAGANO, M.; BIANCO, M. Courts and banks: Effects of judicial enforcement on credit markets. **Journal of Money, Credit and Banking**, 37, p. 223–244, 2005.

JORGE, S.; ARMADA, M. J. R. Fatores determinantes do endividamento: uma análise em painel. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 5, n. 2, 2001.

KEYNES, J. M. (1936). **Teoria geral do emprego, do juro e do dinheiro.** São Paulo: Nova Cultural, 1983.

KEYNES, J.M. A Treatise on Money. London: MacMillan, 1971.

KHAN, A. Financial development and economic growth. **Federal Reserve Bank of Philadelphia**, Working Paper n. 99-11, 1999.

KING, R. e LEVINE, R. Financial Intermediation and Economic Development, In: MAYER, C.; VIVES, X. **Financial Intermediation in the Construction of Europe**, Londres: Center for Economic Policy Research, p. 156-189, 1993.

KING, R. e LEVINE, R.. **Finance and Growth**: Schumpeter Might Be Right, Quartely Journal of Economics, v. 108, n. 3, p. 717-737, 1993.

KING, R. e LEVINE, R. Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence. **Journal of Monetary Economics,** v. 32, n. 3, p. 513-542, 1993.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R. Law and Finance. **NBER, working paper** 5661, 1996.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R. Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, v. 52, p. 1131–1150, 1997.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113–1155, 1998.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R, The quality of government, **Journal of Law, Economics, and Organization**, 15, p. 222–279, 1999.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R, Investor protection and corporate governance, **Journal of Financial Economics**, 58, p. 3–27, 2000.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R. Investor protection and corporate valuation, **Journal of Finance**, 57, p. 1147–1170, 2002.

LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, **Journal of Economic Literature**, v. 35, 1997.

LEVINE, R.; LOAYZA, N.; BECK, T.. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. **World Bank**, 1998.

LEVINE, R.; LOYAZA, N. BECK, T. Financial intermediation and growth: causality and causes. **Journal of Monetary Economics**, v. 46, n. 1, p. 31-77, 2002.

LUPORINI, V.; ALVES, J. D. O. Evolução da teoria do investimento e análise empírica para o Brasil," Anais do XXXV Encontro Nacional de Economia, ANPEC - Associação Nacional dos Centros de Pós-graduação em Economia, 2007.

MIAN, A. Distance constraints: The limits of foreign lending in poor economies, **Journal of Finance**, 61, p. 1465–1505, 2006.

MILLER, M.H.. Debt and taxes. Journal of Finance, v. 32, n. 2, 1977.

MINSKY, P. H. The Financial Instability Hypothesis. **The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper,** n. 74, 1992.

MYERS, S.C.. The capital structure puzzle. Journal of Finance, v.39, n.3, 1984.

MYERS, S.C..; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v.13, 1984.





MULLIGAN, C., SHLEIFER, A. The extent of the market and the supply of regulation. **Quarterly Journal of Economics**, 120, p. 1445–1474, 2005.

PAGANO, M. Financial markets and growth. **European Economic Review**, 37, p. 613-22, 1993.

PAGANO, M., JAPPELLI, T. Information sharing in credit markets. **Journal of Finance**, 43, p. 1693–1718, 1993.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, p. 33-46, 2002.

QIAN, J.; STRAHAN, P. E. How laws and institutions shape financial contracts: the case of bank loans. **The Journal of Finance**, vol. LXII, n. 6, December, 2007.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure: some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, 1995.

ROSSETTI, J. P. Introdução à economia. 20ª Ed, São Paulo: Atlas, 2003.

ROUSSEAU, P. L.; WACHTEL, P. Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 30, n. 4, p. 657-78, 1998.

SAPIENZA, P.. The effects of banking mergers on loan contracts. **Journal of Finance**, 57, p. 329–368, 2002.

SCOTT, J. A Theory of optimal capital structure. **The Bell Journal of Economics**, v.7, 1976.

SILIPO, D. B. It happened again: a Minskian analysis of the subprime loan crisis. **Journal of Economics and Business**, 63, p.441-455, 2011.

SIRRI, E.; TUFANO, P., The Economics of Pooling. In: CRANE, DWIGHT *et al.* **The global financial system: a functional perspective,** Harvard Business School Press, 1995

STIGLITZ, J.; GREENWALD, B. Rumo a um Novo Paradigma em Economia Monetária. São Paulo: Francis, 2004.

STIGLITZ, J.; WEISS, A, Credit rationing in markets with imperfect information, **American Economic Review**, v. 71, p. 393–410, 1981.

STULZ, R., WILLIAMSON, R. Culture, openness, and finance. **Journal of Financial Economics**, 70, p. 313–349, 2003.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choices. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, 1988.

TOWNSEND, R. Optimal contracts and competitive markets with costly state verification. **Journal of Economic Theory**, v. 21, p. 265–293, 1979.

TSAI, H.; CHANG, Y.; HSIAO, P. H. What drives foreign expansion of the top multinational banks? The role of the credit reporting system. **Journal of Banking & Finance**, 35, p. 588-605, 2011.

TSURU, K. Finance and Growth. Economics Department, Working Papers, OCDE, 2000.

VASCONCELLOS, M. A. S. Economia: micro e macro. São Paulo: Atlas, 2010.

VOUTSINAS, K.; WERNER, R. A. Credit supply and corporate capital structure: evidence from Japan. **International Review of Financial Analysis**, 20, 2011.

WARNOCK, V. C.; WARNOCK, F. E. Markets and housing finance. **Journal of Housing Economics**, 2008

WOOLDRIDGE, J. M. Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data. Boston: MIT Press, 2001.



ISSN 1984-6606



WORLDWIDE INFLATION DATA. Disponibiliza dados sobre inflação < http://www.inflation.eu/inflation-rates/chile/historic-inflation/cpi-inflation-chile.aspx > Acesso em dezembro/2011.