



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

DAYANY CALIXTO OLIVEIRA

**CICLOS ECONÔMICOS E CONCENTRAÇÃO BANCÁRIA: EVIDÊNCIA
INTERNACIONAL**

SALVADOR

2014

DAYANY CALIXTO OLIVEIRA

**CICLOS ECONÔMICOS E CONCENTRAÇÃO BANCÁRIA: EVIDÊNCIA
INTERNACIONAL**

Trabalho de conclusão de curso apresentado no curso de Ciências Econômicas da Faculdade de Economia da Universidade Federal da Bahia, requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Área de concentração: Economia monetária.

Orientadora: Prof^a. Dra. Gisele Ferreira Tiryaki

SALVADOR

2014

Ficha catalográfica elaborada por Vânia Cristina Magalhães CRB 5- 960

O48 Oliveira, Dayany Calixto
Ciclos econômicos e concentração bancária: evidência internacional ./
Dayany Calixto Oliveira– Salvador, 2014.
54 f. Il.; fig.; tab.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) – Faculdade de Economia,
Universidade Federal da Bahia, 2014.

Orientadora: Profa. Dra. Gisele Ferreira Tyriaki.

1.Bancos. 2. Economia monetária. I. Tyriaki, Gisele Ferreira. II. Título.
III. Universidade Federal da Bahia.

CDD – 332.4

DAYANY CALIXTO OLIVEIRA

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovado em 17 de dezembro de 2014.

Banca Examinadora

Prof.^a. Dra. Gisele Ferreira Tiryaki

Universidade Federal da Bahia - UFBA

Prof. Dr. Antônio Ricardo Dantas Caffé

Universidade Federal da Bahia – UFBA

Prof. Dr. André Luis Mota dos Santos

Universidade Federal da Bahia – UFBA

RESUMO

Esta monografia tem como objetivo identificar se a concentração do mercado bancário contribui para a volatilidade dos ciclos econômicos, atuando de forma a magnificar ou minimizar os mesmos. Considerando o papel de destaque das instituições financeiras para o fomento da atividade econômica, este estudo torna-se pertinente, pois os bancos evoluíram da função de intermediadores financeiros para influenciadores diretos do nível de crédito disponível na economia. Partindo da visão Neoclássica dos ciclos até a interpretação Pós-Keynesiana, faz-se uma análise dos fatores causadores deste fenômeno em cada abordagem particular e do papel da concentração bancária neste processo. Realiza-se uma avaliação econométrica, utilizando Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), com base em dados de 86 países para estabelecer uma conexão entre a concentração do mercado bancário e a volatilidade dos ciclos econômicos. Os resultados indicam um baixo impacto da concentração do mercado bancário sobre as volatilidades dos ciclos do PIB, consumo e investimento desses países. Observa-se que existem outras variáveis que contribuem para a volatilidade dos ciclos de forma mais significativa.

Palavras-chave: Concentração bancária. Instituições financeiras. Volatilidade. Ciclos econômicos.

ABSTRACT

This paper aims at identifying how interbank market concentration contributes to the volatility of business cycles, acting as to magnify or minimize them. Considering the important role of financial institutions in the promotion of economic activity, this study becomes relevant because banks have evolved from the financial intermediary function to the direct influencing of the level of credit available in the economy. Starting from the Neoclassical view of cycles all the way to the Post-Keynesian interpretation, it analyzes the factors causing this phenomenon in each particular approach and the role of bank concentration in this process. An econometric evaluation was held, using Ordinary Least Squares (OLS), based on data from 86 countries to establish a connection between the concentration of the bank market and the volatility of the business cycle, which should point to a low impact of concentration on the volatilities of GDP, consumption and investment cycles in these countries. It was found that other variables may contribute more significantly to the volatility of business cycles.

Key-words: Bank concentration. Financial institutions. Volatility. Business cycles.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Testes PIB	44
Figura 2 - Testes INVESTIMENTO.....	44
Figura 3 - Testes CONSUMO	45

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Teste de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO)	35
Tabela 2 - Extração de Fatores Não-Rotacionados.....	37
Tabela 3 - Matriz dos Fatores Rotacionados	37
Tabela 4 - Estatísticas Descritivas	39
Tabela 5 - Matriz de Correlação	39
Tabela 6 - Variável dependente: PIB (volatilidade da Renda)	40
Tabela 7 - Variável dependente: Investimento (volatilidade do Investimento Real)	41
Tabela 8 - Variável dependente: Consumo (volatilidade do Consumo Real)	42
Tabela 9 - Variável dependente: PIB (sem <i>outliers</i>)	46
Tabela 10 - Variável dependente: Investimento (sem <i>outliers</i>).....	46
Tabela 11 - Variável dependente: Consumo (sem <i>outliers</i>)	47
Tabela 12 - Matriz de Correlação	55

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
2	REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1	TRADIÇÃO NEOCLÁSSICA: <i>REAL BUSINESS CYCLES</i> E OS NOVOS CLÁSSICOS	15
2.2	KEYNES E SCHUMPETER: INVESTIMENTO E INOVAÇÃO	17
2.3	PÓS-KEYNESIANOS: MINSKY E A INSTABILIDADE FINANCEIRA	21
2.4	NOVOS-KEYNESIANOS: ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E O <i>CREDIT CHANNEL</i>	24
2.5	TRABALHOS EMPÍRICOS	28
3	DADOS	30
3.1	VARIÁVEIS DEPENDENTES	30
3.1	VARIÁVEIS INDEPENDENTES	31
3.3	ANÁLISE DE FATORES	32
4	AVALIAÇÃO ECONOMETRICA	38
4.1	RESULTADOS	40
4.2	ANÁLISE DE ROBUSTEZ	42
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	48
	REFERÊNCIAS	50
	APÊNDICES	53

1 INTRODUÇÃO

O objetivo desta monografia é analisar se a concentração do mercado bancário contribui para a volatilidade dos ciclos econômicos, atuando de forma a magnificar ou minimizar estes ciclos. Este estudo se torna pertinente diante do fato de que a participação dos bancos no cenário econômico tem crescido, de modo que os mesmos, além de intermediar as relações financeiras, começaram a contribuir para a atividade de administração da quantidade de crédito a ser ofertada no mercado. Considerando a estreita relação entre crédito e nível de atividade econômica, mostra-se necessário o estudo da estrutura do sistema financeiro como requisito para compreender as flutuações na economia.

Os ciclos econômicos representam as flutuações de curto prazo na atividade econômica. Durante esse fenômeno, ocorrem expansões simultâneas em diversos setores da economia, seguidas de contrações generalizadas no agregado da atividade econômica (BURNS; MITCHELL, 1946). Quando se sucede um período de recessão, apresenta-se uma fase de crescimento, a qual culmina em outra fase de crise e assim por diante. Apesar de esta definição ser uma das mais difundida na literatura econômica, existem diversas interpretações para os ciclos, as quais diferem no que tange aos fatores causadores desse evento. O presente estudo faz uma análise destas teorias, partindo da visão neoclássica dos ciclos até a perspectiva novo-Keynesiana, para relacionar as ideias apresentadas e identificar se a concentração do mercado bancário possui relevância nessas abordagens.

Nesse sentido, a tradição neoclássica, fundamentada nos pressupostos do equilíbrio geral, da neutralidade da moeda e das expectativas racionais, defende que os ciclos econômicos são motivados por choques exógenos na economia. O sistema econômico é tido como endogenamente estável, portanto, perturbações e desajustes podem tirar a economia temporariamente de sua trajetória de equilíbrio, mantendo, contudo, a tendência de crescimento no longo prazo. Fundamentada na teoria de análise neoclássica, a abordagem dos novos-clássicos faz uma interpretação associada à teoria dos ciclos reais de negócio, de maneira que a instabilidade da economia é explicada por fatores reais do lado da oferta e não por fatores monetários.

Por outro lado, a interpretação heterodoxa dos ciclos fundamenta-se nas ideias de que a economia capitalista é naturalmente instável, a moeda é não neutra e as incertezas predominam no cenário econômico. Considerando a importância da incerteza na determinação do nível de atividade econômica, como também o papel da moeda na economia, John M. Keynes entendeu que os ciclos econômicos são ocasionados por variações na eficiência marginal do capital. Nesse sentido, para ele, alterações no nível de investimento, ou seja, na ampliação da capacidade produtiva da economia são as principais causas dos ciclos econômicos, muito embora, também acreditasse que fosse possível que variáveis importantes no curto prazo agravassem esses ciclos.

O desenvolvimento econômico é o ponto principal da interpretação Schumpeteriana dos ciclos econômicos. Para este autor, o sistema bancário e a oferta de crédito proporcionam esse desenvolvimento, pois financiam as atividades dos empreendedores possibilitando a inovação. Essa inovação, ao entrar no mercado, ocasiona ciclos, que, segundo Schumpeter são oscilações que fazem parte do processo de desenvolvimento capitalista.

Foi com a interpretação pós-keynesiana que a ideia de instabilidade econômica se destacou como parte do estudo dos ciclos. Representados por Michael Kalecki e as flutuações periódicas, Kaldor e o modelo acelerador/multiplicador e Minsky através da Hipótese de Instabilidade Financeira, entre outros teóricos, os pós-keynesianos entendiam que a moeda e a incerteza tinham papel importante para a compreensão dos ciclos econômicos. Já os novos-Keynesianos, como Bernanke, Stiglitz e outros mais, consideram o mercado de crédito no estudo dos ciclos e o papel da política monetária para minimizar as flutuações. Para esses teóricos, as imperfeições presentes nesse mercado, como a assimetria de informação e o risco moral, fazem com que os credores mudem de comportamento de acordo com a conjuntura econômica, passando de ativos menos líquidos para aqueles de maior liquidez, muitas vezes agravando um cenário de crise.

Diante do exposto, a tradição neoclássica não atribui à concentração do mercado bancário papel algum no que tange à criação das condições para que os ciclos econômicos ocorram. Keynes e Schumpeter não estudaram exclusivamente os bancos, mas consideraram a importância destes na análise dos ciclos, atuando como fornecedores de crédito para alavancar os investimentos e as inovações, as verdadeiras causas dos ciclos nas respectivas interpretações. A função dos bancos passa a ser central a partir das abordagens pós-

Keynesiana e nova-Keynesiana dos ciclos econômicos, visto que as mesmas dão importância à crescente influência das instituições financeiras na economia.

Essa crescente influência das instituições financeiras ocorre pois o banco deixou de ser uma instituição simplesmente responsável pela intermediação financeira, de modo que seus investimentos são cada vez mais diversificados com a exploração de novos mercados. Tal como outras firmas, a firma bancária quer poder de mercado e escala, fato representado pela tendência de fusões e aquisições (F&A), que tem efeito direto sobre a concentração do sistema financeiro. Um sistema concentrado pode, por um lado, tornar-se mais protegido contra choques isolados, visto que os bancos ficam mais fortes e estruturados. Por outro, é possível que problemas de insolvência sejam maiores na medida em que a concentração bancária aumenta.

Os teóricos que defendem que um mercado bancário mais concentrado proporciona maior estabilidade acreditam em três principais motivos para tal conclusão. Primeiramente, bancos mais concentrados são mais diversos e têm economias de escala, sendo assim menos frágeis. Além disso, a concentração faz com que os bancos aumentem os seus lucros e consigam se proteger contra choques inesperados. Finalmente, segundo esta visão, o monitoramento em um sistema financeiro concentrado é mais fácil do que naquele de menor concentração.

Para muitos estudiosos, no entanto, um mercado bancário muito concentrado implica em alta fragilidade financeira. Isso porque, quanto mais concentrado o sistema, maior é o tamanho dos bancos, aumentando a complexidade e, conseqüentemente, dificultando o monitoramento dessas instituições. Além disso, quando o tamanho dos bancos cresce, eles passam a ter uma garantia implícita de resgate por parte do Banco Central, pois são *too big to fail*¹, a qual leva à intensificação das operações de risco realizadas por esses bancos. Outro fator para que maior concentração seja sinônimo de fragilidade é que bancos maiores possuem mais poder de mercado, podendo, dessa forma, elevar as taxas de juros. Assim, os tomadores de empréstimos precisam assumir maiores riscos para honrar os contratos firmados.

O presente trabalho será confeccionado a partir do estudo das diversas teorias dos ciclos econômicos, considerando as fontes originais como também trabalhos realizados por autores

¹ Muito grandes para falir (tradução do autor).

de reconhecimento acadêmico que apresentam interpretações sobre estas abordagens. Será feita uma análise das economias de 86 países e dos dados disponíveis sobre a concentração do mercado bancário nos mesmos, com o intuito de responder à seguinte questão de pesquisa: Como a concentração do mercado bancário afeta a volatilidade dos ciclos econômicos? Será mostrado que não existem evidências de que um sistema bancário altamente concentrado está associado a uma maior volatilidade dos ciclos.

Com base em dados de 86 países, extraídos do Fundo Monetário Internacional (IMF) e do Banco Mundial (WB), será realizada uma avaliação econométrica para estabelecer uma conexão entre a concentração do mercado bancário e a volatilidade dos ciclos econômicos. Uma análise fatorial será utilizada para a criação de índices de governança e desenvolvimento do sistema financeiro que, juntamente com outras variáveis independentes de relevância, serão analisados via MQO para demonstrar os impactos da concentração bancária sobre a volatilidade do PIB, do consumo e do investimento nestas economias.

Além da presente introdução, esta monografia está estruturada da seguinte forma. No segundo capítulo serão apresentadas as relações entre concentração bancária e a volatilidade dos ciclos econômicos. Serão analisadas as diferentes teorias, desde a abordagem neoclássica até a interpretação novo-Keynesiana dos ciclos, como também o papel atribuído à concentração bancária em todas elas.

O capítulo três apresentará os dados e metodologia utilizados na elaboração do trabalho, através do detalhamento das variáveis dependentes, independentes e a análise de fatores realizada para a avaliação econométrica. Os resultados alcançados pelo processo de pesquisa serão tratados no quarto capítulo, ao demonstrar se existe relação entre concentração bancária e volatilidade dos ciclos e se um sistema bancário concentrado implica em maior fragilidade econômica. O capítulo cinco segue com as considerações finais do trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Considerando que as crises são danosas para o agregado da atividade econômica e para a sociedade como um todo, muitos economistas se dedicaram ao estudo dos ciclos econômicos, principalmente a partir de meados do século XIX, com o intuito de entender se havia um comportamento padrão para a dinâmica econômica e se as crises poderiam ser, de algum modo, previsíveis. Assim, surgiram duas principais abordagens para as causas dos ciclos econômicos: os ciclos poderiam ser motivados por fenômenos inerentes ao modo de produção capitalista (modelos de moto perpétuo); ou, seriam os choques exógenos que provocariam as flutuações econômicas em torno de uma tendência de longo prazo (modelos de propagação). (CARVALHO, 1988; DE LIMA, 2005).

Os estudiosos dos ciclos podiam geralmente ser classificados em dois grupos, dependendo da natureza do trabalho que cada um executava. Por um lado, havia os estatísticos econômicos, geralmente membros de alguma instituição dedicada ao acompanhamento de conjuntura, que tinham a função de descrever flutuações efetivamente observadas. (...) Em contraste, a teoria dos ciclos econômicos objetivava identificar o princípio da ciclicidade. (...) Teorias do ciclo lidavam com causalidade. Enquanto os empiristas tentavam descrever processos do mundo real, os teóricos visavam estabelecer as hierarquias causais que relacionavam aqueles processos. O primeiro grupo lidava com fatos, o segundo com interpretação. (CARVALHO, 1988, p. 746).

Desse modo, inúmeras foram as variáveis identificadas como causadoras dos ciclos econômicos dentro desses dois tipos de abordagens. Desde fenômenos monetários até distúrbios de ordem real foram sinalizados como geradores de flutuações na atividade econômica, destacando dentre eles o investimento induzido, as inovações produtivas e financeiras e a assimetria de informação.

O presente capítulo tem por objetivo analisar, de forma mais detalhada, as diversas interpretações para os ciclos econômicos e suas causas e o papel da concentração do mercado bancário nestas abordagens, considerando que um ciclo “consiste em expansões que ocorrem mais ou menos no mesmo momento em muitas atividades econômicas, seguidas de recessões semelhantemente generalizadas, contrações, e recuperações que se fundem na fase de expansão do ciclo seguinte” (BURNS; MITCHELL, 1946, p. 03, tradução do autor).

2.1 TRADIÇÃO NEOCLÁSSICA: REAL BUSINESS CYCLES E OS NOVOS CLÁSSICOS

A tradição neoclássica, refletida principalmente nos trabalhos de Marshall e Pigou, utilizou dos pressupostos do equilíbrio geral, da neutralidade da moeda e das expectativas racionais para formular uma interpretação para os ciclos econômicos (considerando a formalização do modelo clássico realizada por Keynes). Segundo esta interpretação, são os choques exógenos na economia que dão origem aos ciclos, pois, o sistema econômico é tido como endogenamente estável. Dessa forma, a tendência de crescimento no longo prazo seria mantida apesar de perturbações e desajustes poderem tirar a economia temporariamente de sua trajetória de equilíbrio.

Dentre os economistas neoclássicos, Pigou ganhou destaque com a sua interpretação para os ciclos, pois a mesma representou uma evolução em relação às abordagens anteriores, apresentadas pelos clássicos² e por Alfred Marshall³. Em sua análise dos ciclos, o papel das variações na oferta de moeda e nos níveis de preços era de extrema importância. As expectativas também eram importantes, pois, segundo Pigou, um ciclo representava a alternância entre períodos em que os empresários estavam altamente confiantes quanto ao andamento dos negócios e períodos em que predominava a desconfiança.

Assim, na fase de prosperidade do ciclo, expectativas de lucro progressivamente favoráveis induziriam os empresários a ampliar a demanda por trabalhadores, a produção e o nível de investimentos, até que o otimismo excessivo em relação aos negócios fosse seriamente abalado, dando origem a uma crise de confiança. A fase descendente do ciclo, marcada por um pessimismo crescente em relação aos lucros e por uma contração cumulativa da atividade econômica, seria, então, iniciada. O pessimismo se tornaria exagerado e a depressão continuaria até que a confiança fosse novamente restaurada e assim sucessivamente. (MEYRELLES FILHO, 2011, p.9).

A teoria de análise neoclássica fundamentou a interpretação dos novos-clássicos para os ciclos econômicos, a qual defende que são os choques nominais, sob a forma de equívocos na

² Entre as interpretações clássicas para os ciclos estão a de Malthus, “as decisões de poupança e investimento ocorrendo de forma não sincronizada, podem gerar fases de expansão e contração” (DE LIMA, 2005, p. 10) e Mill com a “Teoria do ciclo de crédito, em que elementos, como o estado de confiança, a especulação, o comportamento da demanda por moeda e o crédito ocupam lugar central”. (MEYRELLES FILHO, 2011, p.8).

³ Para Marshall, o ciclo nada mais seria do que uma alternância de movimentos cumulativos de expansão e contração do crédito, associados ao estado de confiança nos negócios, com efeitos transitórios sobre as condições materiais de vida da sociedade. O impulso inicial na geração dessas flutuações poderia advir de uma série de fatores, como guerras, rumores de guerras, ou simplesmente a superação de um estado de desconfiança decorrente de infortúnios anteriores (MEYRELLES FILHO, 2011, p.5).

interpretação das alterações no nível geral de preços, que explicam as flutuações econômicas. Associada à teoria dos ciclos reais de negócio, a proposta dos novos-clássicos era incorporar em um sistema teórico de equilíbrio, o fenômeno dos ciclos, com base no comportamento maximizador do indivíduo.

Inicialmente a macroeconomia novo-clássica era vista como uma variante do monetarismo combinada com a noção de que os mercados de trabalho e de capital possuem pleno ajustamento. Entretanto, mais recentemente verifica-se uma associação com o pensamento predominante dos teóricos dos ciclos reais de negócios, em que os fatores reais do lado da oferta (em detrimento dos fatores monetários) são os elementos que explicam a instabilidade agregada, provocando as flutuações cíclicas. (DE LIMA, 2005, p. 22).

Robert Lucas (1976) formulou interpretações para o fenômeno dos ciclos econômicos. Lucas acreditava que os ciclos não eram restritos a setores particulares da economia, e sim, atingiam o agregado do sistema econômico. Esses ciclos seriam monetários, motivados pela informação incompleta, a qual faria com que os agentes tivessem a sua percepção da real situação da economia prejudicada.

Como a atividade econômica nas economias industriais de mercado é caracterizada por um crescimento sustentado, Lucas define os ciclos de negócios como desvios do produto interno bruto (PIB) da tendência, e não de algum valor constante ou média. Mas Lucas não define tendência, por isso a sua definição de desvios do ciclo de negócios está incompleta. O que orienta o nosso, e nós pensamos que, o seu conceito de tendência é a teoria de crescimento no estado estacionário (KYDLAND; PRESCOTT, 1990, p.8, tradução do autor).

Kydland e Prescott (1990), através da teoria do *Real Business Cycle*, ofereceram uma interpretação para os ciclos diferente da de Lucas, cuja definição, segundo os autores, estava incompleta. Para eles, a origem dos ciclos estava nas alterações na tecnologia disponível, as quais provocariam choques de produtividade, que seriam propagados para o restante das variáveis econômicas, de modo a perpetuar o efeito do impulso original.

Assim sendo, os novos-clássicos e os teóricos do *Real Business Cycle* entendem como causas dos ciclos econômicos a informação incompleta e as mudanças tecnológicas, respectivamente. Choques desse tipo provocam flutuações no produto, garantindo a ocorrência dos ciclos. Nestas análises, os bancos não são relevantes.

É importante ressaltar o teorema de Modigliani e Miller (1958), segundo o qual, em um mercado ideal (sem impostos, assimetria de informação, etc.), o valor de uma empresa não é afetado pela forma como esta é financiada, de modo que “qualquer que seja a proporção entre recursos próprios e de terceiros que financiem uma empresa, o valor de suas ações não seria afetado” (PRADO; RIBEIRO; TEXEIRA 2011, p.69). Portanto, o custo de capital de uma empresa seria indiferente ao seu nível de endividamento e a mesma poderia aumentar seu nível de alavancagem financeira, pois a estrutura de capital é irrelevante.

2.2 KEYNES E SCHUMPETER: INVESTIMENTO E INOVAÇÃO

Famoso pela publicação da obra “Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda” em 1936, John Maynard Keynes não direcionou sua carreira ao estudo exaustivo dos ciclos econômicos. Seu principal objeto de estudo era a macroeconomia focada na análise do pleno emprego, na propensão ao consumo e no papel do investimento. Ainda que toda a análise fosse de curto prazo, dedicou, na referida obra, um capítulo para tratar, especificamente, dos ciclos, explicando os fatores que, segundo ele, ocasionam as flutuações em uma economia capitalista.

Keynes interpretou o movimento cíclico da seguinte forma: determinadas forças fariam com que o sistema entrasse em uma trajetória de ascensão, assim permanecendo por certo período, até que estas mesmas forças perdessem, aos poucos, sua potência. Neste ponto, seriam substituídas por novas forças, de caráter antagônico, que dirigiriam o sistema para uma situação de declínio, mantendo por um período esse perfil, até alcançar um ponto onde seriam também substituídas por forças opostas. Dessa forma, existiria uma troca entre tendências de crescimento e decréscimo, que ocorreriam com sequência e duração regulares. (KEYNES, 1936).

Considerando que o preço de oferta de um ativo de capital e o seu retorno esperado determinam a eficiência marginal do capital:

Sugiro, todavia, que o caráter essencial do ciclo econômico e, sobretudo, a regularidade de ocorrência e duração, que justificam a denominação *ciclo*, se devem principalmente ao modo como flutua a eficiência marginal do capital. Na minha maneira de ver, o ciclo econômico deve, de preferência, ser considerado o resultado de uma variação cíclica na eficiência marginal do capital, embora complicado e frequentemente agravado por modificações que acompanham outras variáveis importantes do sistema econômico no curto prazo. (KEYNES, 1936, p.293).

Em se tratando de ciclos econômicos, Keynes considerou a crise como fenômeno de importância nesta análise. Para ele, a crise se apresenta pelo “fato de que a substituição de uma fase ascendente por outra descendente geralmente ocorre de modo repentino e violento, ao passo que, como regra, a transição de uma fase descendente para uma fase ascendente não é tão repentina”. (KEYNES, 1936, p. 294).

Isso porque, períodos de crescimento econômico são caracterizados por uma elevação na acumulação de capital através de novos investimentos, pois a conjuntura favorável tem efeitos sobre as taxas de juros correntes e futuras, como também sobre a eficiência marginal do capital. Atingindo o ponto máximo da acumulação, começam a surgir dúvidas acerca do rendimento esperado, como consequência do aumento do estoque e da queda do rendimento atual.

Ocorre assim um colapso brusco e inesperado na eficiência marginal do capital motivado por uma questão de expectativas, as quais se tornam negativas, mas também mais realistas. A propagação dessas expectativas negativas se dá de forma rápida, culminando em uma crise e em uma posterior fase de depressão. Quando a crise é instalada, o tempo⁴ de recuperação da economia vai depender do prazo necessário para esgotar o estoque de produtos, como também do período de depreciação dos bens duráveis que foram acumulados como capital.

A interpretação Keynesiana dos ciclos, portanto, atribui às variações na eficiência marginal do capital a ocorrência das flutuações econômicas. Considerando um ambiente de incertezas, inerentemente instável, e a possibilidade de que outras variáveis poderiam agravar os ciclos, as alterações no nível de investimento, ou seja, na aquisição de equipamentos e no aumento da capacidade produtiva eram, para o autor, as principais causas dos mesmos. O nível de investimento variaria, pois em períodos de expansão econômica o capital seria mais atrativo que os títulos, ocorrendo o inverso em épocas de contração.

⁴A explicação do *elemento tempo* no ciclo econômico, o fato de que em geral tem de decorrer um lapso determinado de tempo antes que se inicie a recuperação, deve ser procurada nas influências que governam a recuperação da eficiência marginal do capital. Há razões dadas, primeiro, pela extensão da vida útil dos bens duráveis em relação ao ritmo normal de crescimento em certa época e, segundo, pelas despesas correntes de conservação dos estoques excedentes, que explicam por que a duração do movimento descendente deve ter uma magnitude que não é fortuita, que não flutua entre, digamos, um ano agora, e dez anos a próxima vez, mas antes evidencia determinada regularidade situada entre, digamos, três e cinco anos. (KEYNES, 1936, p. 296).

Dessa forma, a abordagem de Keynes para os ciclos econômicos, focada mais nos impulsos originários dos mesmos do que na forma de propagação, atribui aos bancos papel de relevância quanto às causas das flutuações. Nesta análise, caberia ao banco atuar como fornecedor de crédito para fomentar o investimento nos períodos de crescimento da economia e estabelecer o prêmio pela renúncia à liquidez, os juros, em períodos de recessão econômica, quando os títulos tornam-se mais atraentes.

Contemporâneo de Keynes, Michal Kalecki, também atribuiu ao investimento a causa dos ciclos econômicos, pois seria o investimento que determinaria o nível da renda nacional e as possíveis oscilações deste ao longo do tempo. Contudo, ele considerou as flutuações como periódicas, de modo que a economia era representada através de movimentos ondulatórios, mas sempre em torno de uma tendência de crescimento. Nesse sentido, a expansão econômica ocorreria em períodos quando o investimento estivesse acima do nível de manutenção da capacidade produtiva, e o inverso para a retração econômica. (DE LIMA, 2005).

Continuando a tratar das abordagens heterodoxas para os ciclos, Joseph Alois Schumpeter também foi um grande economista que contribuiu de forma significativa para este estudo. Conhecido por ser um dos formuladores da teoria do desenvolvimento capitalista, considerava importante o empreendedorismo e a tecnologia para o funcionamento da dinâmica econômica, como também o papel da moeda e do mercado de crédito no financiamento do desenvolvimento. Em sua análise dos ciclos é dada ênfase às causas das flutuações econômicas e pouca importância ao fenômeno das crises, ao contrário da abordagem, Keynesiana.

Com base nisso, existem divergências no que diz respeito ao entendimento de que a teoria dos ciclos de Schumpeter é fundamentada em choques exógenos ou endógenos. Segundo Fernando Carvalho são os choques exógenos que ocasionam os ciclos em Schumpeter e sobre isso ele afirma:

A versão mais influente de uma teoria de ciclos por propagação se deve a Schumpeter (1934 e 1939). Em sua teoria, a perturbação exógena é dada por uma inovação, a qual impactará uma economia que se supõe estar em estado de repouso ou, como propôs o autor, em estado de equilíbrio geral. Qualquer perturbação pode ter o poder de gerar oscilações. (CARVALHO, 1988, p. 748)

Por outro lado, Mario Possas oferece uma interpretação alternativa, segundo a qual Schumpeter entende que a economia é inerentemente instável, de modo que são processos endógenos os causadores dos ciclos, pois, “na medida em que esse impulso tenha raízes sólidas na própria atividade capitalista, o desenvolvimento, oriundo das inovações, também é um fenômeno interno, endógeno ao sistema capitalista, embora se apresente como necessariamente extrínseco ao fluxo circular”. (POSSAS, 1987, p. 174).

Em ambos os casos, o consenso é de que, seja o choque exógeno ou endógeno, é a inovação a causa dos ciclos. Essa inovação é fundamental para originar o desenvolvimento econômico, sendo gerada pelo empresário, força motriz da teoria do desenvolvimento Schumpeteriana. Não existindo a inovação, a economia permaneceria em uma situação de equilíbrio estático.

A análise de Schumpeter partia da ideia de que o ciclo possuía quatro fases. Primeiramente haveria a prosperidade, seguida da recessão, culminando em uma fase de depressão e, finalmente, a renovação. Cada fase permitiria que o ciclo fosse acompanhado e datado, sendo a datação iniciada a partir da fase próspera (DE LIMA, 2005), de desenvolvimento econômico.

Em Schumpeter, a fase de prosperidade tem início com os empresários, os quais investem, produzem inovações e as inserem no mercado dando início ao período de *boom*, onde a economia prospera, os preços e os salários aumentam e o desemprego diminui. Após certo tempo, essas inovações passam a concorrer com os produtos produzidos pelos imitadores, empreendedores não inovadores, aumentando a quantidade de artigos semelhantes disponíveis no mercado. “Esse aparecimento dos novos produtos ocasiona uma queda dos preços, que, por sua vez, põe fim ao *boom*, pode levar a uma crise, *deve* levar a uma depressão e inicia todo o resto” (SCHUMPETER, 1982, p. 154).

Sobre as crises o autor ressalta apenas que as mesmas são necessárias para o processo de adaptação do sistema capitalista rumo a um novo estado de equilíbrio para permitir a ocorrência de outro período de prosperidade econômica. Na sua análise, a crise não possui tanto destaque, pois não é oriunda somente de fenômenos econômicos, podendo ter explicação nas guerras e catástrofes naturais.

No que diz respeito à periodicidade dos ciclos:

Duas coisas podem ser chamadas de periodicidade. Em primeiro lugar, o simples fato de que todo *boom* é seguido por uma depressão, toda depressão por um *boom*. Mas isso minha teoria explica. Ou, em segundo lugar, pode-se chamar assim a duração efetiva do ciclo. Mas isso nenhuma teoria pode explicar numericamente porque obviamente depende dos dados concretos do caso individual. No entanto, minha teoria dá uma resposta geral: o *boom* termina e a depressão começa após a passagem do tempo que deve transcorrer antes que os produtos dos novos empreendimentos possam aparecer no mercado. E um novo *boom* se sucede à depressão, quando o processo de reabsorção das inovações estiver terminado. (SCHUMPETER, 1982, p. 142).

Em suma, os ciclos econômicos têm origem nas inovações realizadas na esfera produtiva da economia. Essa inovação acarreta em um período de prosperidade inicial, o qual será seguido por uma crise e depois uma depressão, para então entrar na fase de recuperação. É através dessas fases que o processo de desenvolvimento ocorre, sofrendo adaptações ao longo do tempo.

Faz-se necessário também destacar o papel dos banqueiros ou capitalistas, na abordagem Schumpeteriana, visto que são eles os responsáveis por fomentar o desenvolvimento econômico, pois são provedores de poder de compra para os empresários, ao financiar as inovações destes. Considerando o conceito de eficiência dinâmica⁵ em Schumpeter, podemos fazer uma analogia entre a concentração bancária e o que ocorre na esfera produtiva da economia. Um mercado bancário mais concentrado pode contribuir para que os bancos tenham mais recursos para investir em inovações financeiras, as quais desenvolverão o sistema financeiro, reduzindo assim volatilidade dos ciclos econômicos.

2.3 PÓS-KEYNESIANOS: MINSKY E A INSTABILIDADE FINANCEIRA

Do ponto de vista heterodoxo, conforme identificado nas abordagens Keynesiana e Schumpeteriana dos ciclos, a instabilidade é uma característica inerente à economia capitalista, e, dessa maneira, os ciclos econômicos são consequência de processos endógenos. Nesse aspecto, a interpretação pós-Keynesiana dos ciclos não é diferente e considera que as flutuações econômicas são oriundas do investimento.

⁵ “A especialização de uma economia com base no critério de eficiência Schumpeteriana se dá quando ela organiza sua estrutura produtiva com base nos produtos ou setores com os maiores conteúdos tecnológicos/inovativos, que apresentam elevados níveis de produtividade, retornos crescentes e externalidades positivas” (PIPER; TOREZANI 2014, p.5).

As mudanças nas expectativas, como também nas condições financeiras, dão origem às flutuações na economia, embora estas flutuações não tenham duração específica e não sejam periódicas. Portanto, os pós-Keynesianos consideram em sua análise dos ciclos a importância do papel das expectativas, da incerteza, da oferta de moeda e da demanda de crédito.

Assim, para Keynes e para os pós-Keynesianos, desemprego involuntário e as recorrentes flutuações econômicas podem ser explicados sem recorrer a rigidez de preços, informação assimétrica, ou qualquer outra imperfeição de mercado cuja análise possa envolver maximização das escolhas dos agentes, limitada pelas restrições de um mundo probabilístico. (DE LIMA, 2005, p. 30).

Outra conhecida abordagem para os ciclos econômicos é aquela apresentada por Hyman P. Minsky, a qual pressupõe a instabilidade como fenômeno inerente à economia capitalista e defende que processos endógenos condicionam a existência dos ciclos econômicos, sendo estes motivados por fenômenos de ordem monetária. Assim, “formulou sua *Hipótese de Instabilidade Financeira* (...), mostrando que economias capitalistas em expansão são inerentemente instáveis e propensas a crises” (ARAUJO, 2012, p. 79) e ressaltou o papel das instituições financeiras na promoção dessa instabilidade.

As instituições financeiras são vistas como causadoras de instabilidade econômica devido à capacidade que estas possuem de inovar financeiramente. “Minsky considera as inovações financeiras como as protagonistas dos ciclos econômicos, uma vez que elas propiciam, em momentos de relativa estabilidade, a criação de moeda que, por sua vez, altera as condições de financiamento do sistema” (ARAUJO, 2012, p. 121).

Nesta interpretação, portanto, o banco não possui papel passivo, atuando somente como intermediador financeiro, mas sim age como uma firma capitalista que tem por objetivo aumentar os seus lucros e que reage às expectativas. Em períodos de estabilidade econômica e expectativas positivas, por exemplo, os bancos procurarão validar as demandas das firmas por crédito, dando ênfase à rentabilidade, aumentando os prazos e investindo em ativos de riscos elevados. Já na fase de contração econômica, os bancos contribuirão para agravar o cenário de crise existente, na medida em que adotam papéis defensivos, diminuindo a oferta de crédito na economia. Desse modo, como as decisões dos bancos são voláteis, devido às oscilações

nas expectativas, a oferta de crédito na economia flutua, conseqüentemente impactando o nível de investimentos, produção e emprego.

De acordo com a hipótese da fragilidade financeira, a própria dinâmica do processo de crescimento econômico leva as firmas a se tornarem crescentemente endividadas para expandir o investimento. As flutuações cíclicas da economia resultam da maneira como as firmas financiam suas posições de carteira, com a fragilidade se elevando em períodos de crescimento devido ao aumento do número de agentes com posturas especulativas. (DE PAULA, 2000, p.147)

Com o advento das inovações financeiras, a economia fica fragilizada, sendo esta fragilidade dependente das estruturas financeiras que predominam na economia, considerando que “uma estrutura financeira se caracteriza pelo estabelecimento de margens de segurança entre os fluxos futuros de lucros esperados de uma unidade econômica e os compromissos financeiros contratados. Grosso modo, pode-se classificá-la como *hedge*, *especulativa* ou *Ponzi*.” (DE PAULA, 2000, p. 147)

Uma empresa com estrutura *hedge* tem um fluxo de caixa esperado que, tanto hoje quanto no futuro, excede os compromissos contratuais a serem quitados. Já uma estrutura financeira do tipo especulativa é característica de empresas que têm um fluxo de caixa esperado suficiente para suprir o total das dívidas dentro do período como um todo, mas podem precisar financiar o pagamento dos seus compromissos de curto prazo. Finalmente, uma estrutura do tipo *Ponzi*, marcada pelo alto risco, visto que, nesses casos, os custos são maiores que as receitas, o que faz com que a quantidade de dívidas aumente.

Enquanto empresas que usam o sistema *hedge* somente são vulneráveis às dificuldades de honrar compromissos financeiros se as receitas caírem em relação às expectativas, estão, portanto, imunes a mudanças nas condições financeiras, as duas outras se encontram vulneráveis aos desenvolvimentos nos mercados financeiros e precisam enfrentar condições de mercado que se alteram constantemente. (MINSKY, 2010, p. 288).

Do exposto, é possível identificar o papel de protagonista atribuído aos bancos nos estudos realizados por Minsky. A elevação da concentração do mercado bancário, nesta análise, é tida como prejudicial à estabilidade econômica, pois um sistema financeiro mais concentrado implica em bancos maiores, concentração de riqueza, riscos crescentes, particularmente se a renda aumenta, e na possibilidade de que o Banco Central tenha que atuar como financiador de última instância (“supre o sistema bancário com reservas e refinancia os bancos de modo a

impedir o colapso do sistema financeiro”, MINSKY, 2010, p. 341), visto que os bancos tornam-se *too big too fail* e uma quebra individual pode acarretar em uma falência generalizada.

2.4 NOVOS-KEYNESIANOS: ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E O *CREDIT CHANNEL*

Os novos-Keynesianos também apresentaram interpretações sobre os ciclos econômicos. Representados por autores como Blanchard, Stiglitz, Bernanke, entre outros, abordaram a teoria dos ciclos com base nas ideias de Keynes e considerando a rigidez de preços e salários.

Para os Keynesianos, a causa central do ciclo de negócios tem sido sempre a falha de mercado. A noção básica de falha de mercado é que as quantidades se ajustam mais rapidamente que os preços. Preços então, não equilibram o mercado e todo o castelo de cartas do equilíbrio de mercado entra em colapso. Tais modelos Keynesianos são compatíveis com as expectativas racionais e informações completas. (KADES, 1985, p.21, tradução do autor).

A abordagem novo-Keynesiana considera como um dos motivos para a rigidez macroeconômica dos preços os custos de *menu*, ou seja, os custos administrativos associados às alterações nos preços, os quais funcionam como barreiras ao ajustamento dos mesmos. “Pequenos custos de *menu* e o procedimento dos agentes próximo ao racional acarretam rigidez nominal de preços, em que choques na demanda agregada nominal podem causar grandes flutuações no produto e no bem estar geral” (DE LIMA, 2005, p.26), visto que os ajustes do mercado não ocorrem de forma rápida.

Segundo a visão do canal de crédito, as flutuações econômicas são fruto da assimetria de informação nos mercados de capitais, a qual afeta as decisões de investimento das firmas e a oferta de crédito na economia. As imperfeições no mercado de crédito implicam sobre o comportamento de aversão ao risco dos agentes, que podem transformar uma recessão em uma depressão, ao alterar a composição dos seus portfólios para ativos mais líquidos e ao dificultar o acesso ao crédito para escapar da inadimplência.

Para controlar e minimizar essas flutuações que os ciclos econômicos induzem, a política monetária é extremamente importante e a transmissão dessa política à economia real pode ocorrer de variadas formas. Além dos mecanismos tradicionais como taxa de juros e taxa de câmbio, o *Credit Channel* é outra forma de transmitir a política monetária. “A insatisfação

com as histórias convencionais sobre como os efeitos da taxa de juros explicam o impacto da política monetária sobre as despesas com ativos de longo prazo levou a uma nova visão do mecanismo de transmissão monetária, que enfatiza a informação assimétrica nos mercados financeiros” (MISHKIN, 1996, p.8, tradução do autor).

Dividido entre o *Balance-Sheet Channel* e o *Bank Lending Channel*, o *Credit Channel* defende que a informação assimétrica existente no mercado de crédito é a principal forma de transmissão dos efeitos da política monetária à economia real e que a seleção adversa e o risco moral estão fortemente presentes neste mercado. A forma como uma atividade é financiada também é importante no *Credit Channel*, tendo diferentes implicações se o financiamento é interno ou externo. O financiamento com capital externo, por exemplo, faz com que surjam problemas de informação assimétrica, pois o financiador tem menos informações do que o financiado, representando um risco para o financiador e aumentando o custo do capital.

Subjacente à nossa concepção do canal de crédito está a seguinte premissa básica: sempre que atritos - como informação imperfeita ou elevados custos de execução de contratos - interferirem com o bom funcionamento dos mercados financeiros, esperamos observar uma cunha entre o custo dos recursos captados externamente (por exemplo, através da emissão de dívida imperfeitamente colateralizada) e o custo de oportunidade dos fundos internos. Esta cunha, que chamamos de prêmio de financiamento externo, reflete os custos improdutivos associados ao problema principal-agente, que normalmente existe entre credores e devedores. (BERNANKE; GERTLER, 1995, p. 34, tradução do autor).

O chamado *Balance-Sheet Channel* tem origem nas alterações das posições financeiras dos tomadores de empréstimo, ou seja, no patrimônio líquido das empresas e seus balanços. A posição financeira de um agente afeta o prêmio de financiamento com recursos de terceiros e os termos exigidos a ele para a concessão de empréstimos. Dessa forma, as decisões de investimento e de despesa das empresas são diretamente afetadas pelas flutuações na qualidade do balanço das mesmas. Além disso, essas flutuações nos balanços podem ampliar e propagar os ciclos através do fenômeno denominado de “acelerador financeiro” (BERNANKE, 1995).

Quanto menor o patrimônio líquido das empresas, mais graves são os problemas de seleção adversa e risco moral ao emprestar a estas empresas. Patrimônio líquido mais baixo significa que os credores, em vigor, têm menos garantias para seus empréstimos, e assim os prejuízos decorrentes de seleção adversa são maiores. Um declínio no patrimônio líquido, que aumenta o problema de seleção adversa, leva, assim, à diminuição da

concessão de empréstimos para financiar despesas de investimento. O menor patrimônio líquido das empresas também aumenta o problema de risco moral, porque isso significa que os proprietários têm menor participação acionária em suas empresas, dando-lhes mais incentivo para se engajar em projetos de investimento. (MISHKIN, 1996, p. 10, tradução do autor).

Assim, em um mercado onde as informações são assimétricas, existe seleção adversa e risco moral. No que tange ao primeiro, mesmo que o tomador de empréstimo esteja disposto a pagar taxas de juros mais elevadas, a concessão do empréstimo pode não ocorrer, devido à política de racionamento de crédito. Isso ocorre, pois são justamente os agentes com projetos mais arriscados que estão dispostos a arcar com maiores custos, visto que, caso o projeto tenha sucesso o retorno obtido será maior. O inverso ocorre quando as taxas de juros diminuem e a maioria dos tomadores de empréstimo tem projetos menos arriscados, facilitando a concessão de crédito pelos bancos.

Quanto ao risco moral, o problema está na impossibilidade de certificar o destino do empréstimo concedido, ou seja, na dificuldade de saber se o tomador de empréstimo fará com o valor emprestado aquilo que foi acordado em contrato. Nesse sentido, é o risco de que o tomador de empréstimo pratique atividades indesejadas, do ponto de vista do emprestador, o que acaba por reduzir a probabilidade de pagamento do empréstimo.

No *Balance-Sheet Channel*, um sistema bancário altamente concentrado tem impactos positivos sobre a economia. Tendo economias de escala⁶ e escopo⁷ e maior diversidade, o banco torna-se menos frágil e mais protegido contra possíveis choques externos. Assim, os problemas de seleção adversa e monitoramento diminuem, como também o prêmio de financiamento com recursos de terceiros e o impacto do “acelerador financeiro”.

A segunda vertente da teoria do *Credit Channel*, o *Bank Lending Channel*, aborda a dependência que certos agentes econômicos têm dos créditos bancários e o papel da assimetria de informação neste fato. Segundo este canal, os bancos são importantes devido à sua capacidade de lidar com problemas de informação imperfeita, de modo a fazerem com que alguns tomadores de empréstimos só tenham acesso a financiamentos através deles. Nesse sentido, "a política monetária terá maior efeito sobre as despesas das empresas

⁶ “Pode-se dobrar o produto quando o custo não chega a dobrar.” (PINDYCK, p. 201)

⁷ “Ocorrem quando a produção conjunta de uma única empresa é maior do que aquilo que poderia ser produzido por duas empresas diferentes, cada uma das quais gerando um único produto.” (PINDYCK, p.204)

menores, que são mais dependentes de empréstimos bancários do que sobre as grandes empresas, que podem acessar diretamente os mercados de crédito por meio de ações e títulos, sem passar por bancos” (MISHKIN, 1996, p. 9, tradução do autor).

Os teóricos do *Bank Lending Channel* acreditam no forte papel do Banco Central no controle do nível de crédito da economia, utilizando-se da administração das reservas, de modo que os agentes que dependem fortemente dos empréstimos⁸ bancários ficam sem financiamento em períodos de contração monetária. Para os defensores do *Bank Lending Channel*, além do passivo dos bancos, o ativo ou crédito dos mesmos tem papel fundamental na transmissão da política monetária à economia real.

No que tange à concentração do mercado bancário, o *Bank Lending Channel* sofre influência da mesma. Esse canal torna-se menos evidente em países onde a concentração do sistema financeiro é maior, e torna-se mais evidente no caso oposto. Isso porque, quando o mercado é concentrado, boa parte das atividades fica restrita a poucos bancos, e, sendo estes muito estáveis e influentes, conseguem driblar uma política do Banco Central que reduza as reservas e conseqüentemente os empréstimos intermediados, através da venda de títulos em carteira ou da emissão da dívida e ficam menos expostos às imperfeições do mercado.

2.5 TRABALHOS EMPÍRICOS

A literatura econômica apresenta alguns estudos realizados considerando a concentração bancária e seus impactos sobre distintas variáveis e cenários. Desta forma, Beck, Demirgüç-Kunt e Levine (2003) utilizaram dados de 70 países para demonstrar que, em economias onde o mercado bancário é concentrado, devido a uma menor regulação das atividades dos bancos e da concorrência do setor, a ocorrência de crises é menor. Assim, sistemas bancários mais concentrados são mais estáveis e impactam de forma negativa a fragilidade da economia.

⁸ If the supply of bank loans is disrupted for some reason, bank-dependent borrowers (small and medium-sized businesses, for example) may not be literally shut off from credit, but they are virtually certain to incur costs associated with finding a new lender, establishing a credit relationship and so on. Therefore, a reduction in the supply of bank credit, relative to other forms of credit, is likely to increase the external finance premium and to reduce real activity (BERNANKE e GERTLER, 1995, p.40).

Beck, Demirgüç-Kunt e Levine (2005) continuaram o estudo anteriormente iniciado e, com base em dados de 69 países buscaram entender se a probabilidade de um país passar por uma crise sistêmica aumenta com a elevação da concentração bancária. A conclusão é de que um país cujo sistema bancário é altamente concentrado não está mais propenso à ocorrência de crises, de modo que, ao contrário, a concentração do mercado bancário reduz a probabilidade de que uma economia sofra crises, deixando-a mais estável.

Um estudo para entender como a concentração do mercado bancário afeta o crescimento econômico foi realizado por Fernández, González e Suárez (2010). Foram analisados dados de 84 países, entre os anos de 1980 e 2004, os quais indicaram que a concentração do mercado bancário afeta, geralmente, de forma negativa o crescimento econômico. Contudo, em países onde a qualidade das instituições é baixa, este efeito negativo é diluído, como também em países onde as restrições às atividades bancárias são mais acentuadas.

Fernández, González e Suárez (2013) analisaram a relação entre a competição no setor bancário, a regulação e as instituições para com a ocorrência de crises bancárias. Utilizando dados de 30 países, concluíram que o poder de mercado dos bancos contribui, em períodos normais, para o crescimento dos setores que dependem de financiamento externo, contudo, em momentos de crises bancárias, um mercado bancário mais concentrado impactará negativamente estes setores.

Martins e Alencar (2009) realizaram um estudo para analisar como a concentração bancária impacta na percepção da interdependência entre as instituições financeiras. Assim, buscaram mostrar de que forma o grau de concentração pode alterar a exposição do setor bancário a um risco sistêmico, considerando o cenário brasileiro. Os resultados indicaram que, quanto maior a concentração do sistema financeiro, menor é o risco idiossincrático (não sistêmico), contudo, maior é a presença do canal de contágio indireto, portanto, mais sujeito ao risco sistêmico está o mercado bancário.

Tushaj (2010) utilizou a concentração bancária para estudar a evolução da estrutura do mercado bancário da Albânia. O estudo concluiu que o mercado bancário albanês se modificou, ficando mais concentrado e menos regulado. Por essa razão, a política monetária passou a ser menos efetiva, visto que, segundo o autor, o aumento da concentração bancária

reduz a presença do *Bank Lending Channel*, de modo que a política monetária torna-se menos eficiente.

Ressaltam-se também alguns estudos realizados considerando a volatilidade dos ciclos como variável dependente. Desse modo, Tiryaki (2002) analisou como o desenvolvimento do sistema financeiro afeta a volatilidade dos ciclos econômicos. Os resultados obtidos indicaram que, países cujo sistema financeiro é mais desenvolvido enfrentam flutuações mais suaves, ou seja, quanto maior o sistema financeiro de um país, menor a volatilidade dos ciclos econômicos enfrentados por este.

Finalmente, Tiryaki (2008) estudou os impactos da economia informal sobre a volatilidade dos ciclos econômicos. Utilizando dados de 45 países, entre 1961 e 2002, concluiu que, quanto maior a representatividade do setor informal (determinada por variáveis institucionais) na economia dos países, mais voláteis são a produção, o investimento e o consumo durante os ciclos econômicos.

3 DADOS

Considerando as interpretações teóricas sobre ciclos econômicos previamente apresentadas, a realização do presente estudo torna-se ainda mais pertinente, visto que a literatura disponível não apresenta resultados conclusivos no que diz respeito aos efeitos da concentração bancária sobre a volatilidade dos ciclos econômicos.

Por um lado, interpreta-se que a concentração bancária está associada à maior estabilidade da economia, na medida em que os bancos ficam maiores, tendo economias de escala e escopo, assim facilitando o monitoramento dos tomadores de empréstimo e reduzindo a assimetria de informação. Em contrapartida, um sistema bancário mais concentrado pode fragilizar a economia, através das inovações financeiras. Bancos maiores seriam, portanto, mais difíceis de monitorar e assumiriam maiores riscos por terem uma garantia implícita de resgate pelas autoridades.

Nesta seção serão apresentadas as variáveis utilizadas para realizar a avaliação econométrica que tem por objetivo demonstrar se existe relação entre concentração bancária e volatilidade dos ciclos econômicos.

Primeiramente, faz-se uma apresentação das variáveis dependentes do modelo. Em seguida as variáveis independentes são definidas para, finalmente, ser descrita a análise de fatores realizada. Os dados foram coletados do Fundo Monetário Internacional (IMF) e do Banco Mundial (WB), seguindo o critério de disponibilidade de informação. Deste modo, foram selecionadas informações de 86⁹ países entre os anos de 1996 e 2010.

⁹ África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Armênia, Austrália, Áustria, Bangladesh, Bélgica, Bolívia, Botswana, Brasil, Bulgária, Canadá, Cazaquistão, Chile, China, Chipre, Cingapura, Colômbia, Coreia do Sul, Costa Rica, Croácia, Dinamarca, Egito, El Salvador, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Estados Unidos, Estônia, Filipinas, Finlândia, França, Gana, Grécia, Guatemala, Holanda, Hong Kong, Hungria, Índia, Indonésia, Irlanda, Islândia, Israel, Itália, Japão, Jordânia, Kuwait, Letônia, Líbano, Lituânia, Luxemburgo, Malásia, Malta, Marrocos, Maurício, México, Moldávia, Nigéria, Noruega, Nova Zelândia, Omã, Panamá, Paquistão, Paraguai, Peru, Polônia, Portugal, Quênia, Reino Unido, República Checa, República da Macedônia, República do Quirguistão, Romênia, Rússia, Sri Lanka, Suazilândia, Suécia, Suíça, Tailândia, Tunísia, Turquia, Uganda, Uruguai, Venezuela, Vietnã.

3.1 VARIÁVEIS DEPENDENTES

As variáveis dependentes utilizadas nesse estudo são **CYCPiB**, **CYCINV** e **CYCCONS**, as quais representam os componentes cíclicos do logaritmo dos valores reais do PIB, investimento e consumo, respectivamente. Selecionados os dados das respectivas variáveis, aplicou-se o logaritmo e um filtro para o isolamento dos componentes.

O desvio padrão do componente cíclico das séries do PIB real, investimento real e consumo real representa as flutuações na atividade econômica, de modo que é necessário extrair esse componente das referidas variáveis antes de realizar a regressão (TIRYAKI, 2008). Para tal, utilizamos o filtro Hodrick Prescott (HP), o qual tem a função de remover flutuações de baixa frequência nas séries. O filtro ideal seria o de Baxter e King (BK), pois o mesmo não altera a relação temporal das variáveis e a geração de componentes independe do tamanho do período da amostra, sendo mais eficaz no tratamento dos dados. Contudo, o filtro BK implica em perdas significativas de observações (ver TIRYAKI, 2008; ANGELIS, 2004). A maior disponibilidade de dados motivou a escolha do filtro HP.

3.2 VARIÁVEIS INDEPENDENTES

Para permitir inferir sobre as movimentações dos ciclos econômicos e a relação destas com a concentração bancária, foram escolhidas as variáveis independentes que, de acordo com a literatura econômica¹⁰, também são relevantes para a volatilidade dos ciclos econômicos.

A variável **CONCENT** é uma medida de concentração bancária. Ela mostra a participação dos ativos dos três maiores bancos de um país como parte dos ativos de todos os bancos comerciais. **EXCFLEX** foi calculada como o valor absoluto da variação percentual da taxa de câmbio entre dois períodos e representa o grau de flexibilidade da política cambial. Esta variável pode impactar sobre as flutuações econômicas de maneira ambígua, visto que, um país com regime cambial fixo e outro país com taxas de câmbio flutuantes responderão aos choques fiscais ou monetários de maneira diferenciada.

¹⁰ Ver TIRYAKI, 2002, 2008 e 2012.

GOV é a razão entre os gastos do governo e o PIB do país, permitindo capturar o efeito da política fiscal sobre a volatilidade dos ciclos. O valor médio da variação percentual no Índice de Preços ao Consumidor entre dois períodos é mostrado na variável **INF**, que representa o grau de flexibilização da política monetária. Espera-se que a inflação contribua para deixar os ciclos mais voláteis, visto que a economia torna-se mais instável.

LTGROWTH é a variável que representa o crescimento de longo prazo, sendo estimada como a taxa de crescimento do componente de tendência do log do PIB real *per capita*. Com base na literatura disponível, espera-se que a relação entre volatilidade dos ciclos econômicos e esta variável seja negativa. A soma das importações e exportações do país dividida pelo PIB origina a variável **OPEN**, a qual representa o grau de abertura da economia. O efeito desta variável sobre as flutuações econômicas pode ser tanto negativo, visto que uma economia com menos barreiras comerciais pode estar mais exposta a choques externos, como também positivo, pois a abertura econômica pode permitir a essas economias ajustar a choques domésticos mais facilmente, repassando o efeito destes para o mercado internacional.

CYCSLOW é a variável que representa a volatilidade do resíduo de Solow e foi calculada através da “variação no log do PIB entre dois períodos menos $(1-\alpha)$, multiplicada pela variação no log do volume de emprego entre dois períodos, sendo α a fração do capital sobre o produto ($\alpha = 0.36$, por definição)” (TIRYAKI, 2008, p. 107). É utilizada como uma *proxy*¹¹ dos choques tecnológicos, os quais, para os teóricos do RBC, são a principal causa das flutuações na economia.

Foram criados dois índices, **GOVERNANCA** e **DESENVFIN**. **GOVERNANCA** representa a governança institucional dessas economias e o impacto deste índice para as flutuações econômicas está associado ao fato de que, um país com elevado desenvolvimento institucional, proporciona o ambiente ideal para que o sistema financeiro se desenvolva, deixando-o mais sólido, e menos sujeito às flutuações da economia. **DESENVFIN** é o índice que representa o desenvolvimento do sistema financeiro desses países. A literatura econômica oferece evidências de que o desenvolvimento do sistema financeiro reduz a volatilidade dos ciclos econômicos, pois os bancos tornam-se mais eficientes na seleção e monitoramento de seus clientes. Ambos serão detalhados abaixo.

¹¹ Variável proxy é “algo que está relacionado com a variável não-observada que gostaríamos de controlar em nossa análise (WOOLDRIDGE 2012, p. 278).

3.3 ANÁLISE DE FATORES

Para representar a governança institucional dos países, foram utilizados seis indicadores, os quais refletem as diferentes vertentes da governança e são representados pela mediana dos valores coletados entre 1996 e 2010. **RULELAW**, um dos indicadores utilizados, representa a confiança da sociedade nas leis do seu país, a qualidade no cumprimento de contratos e a probabilidade de ocorrência de crimes e atos de violência. É um indicador que varia entre -2,5 e 2,5, de modo que, quanto menor o valor, maior é o descumprimento das obrigações legais.

CONTCORRUP é uma variável que indica até que ponto o poder público é utilizado para a obtenção de ganhos privados, abrangendo tanto as pequenas formas de corrupção como os grandes escândalos de desvios. Variando também entre -2,5 e 2,5, quanto maior o valor deste indicador, mais controlada é a corrupção naquele país. A capacidade do governo em formular e implantar políticas e regulamentações que permitam o desenvolvimento do setor privado é representada pela variável **REGQUAL**. Um país será classificado como bem regulado quanto maior o valor deste indicador, considerando uma escala de -2,5 a 2,5.

A qualidade dos serviços públicos prestados, a independência deste serviço em relação às pressões políticas e o compromisso do governo para com o cumprimento das políticas estabelecidas são refletidos na variável **GOVEFFECT**, a qual varia de -2,5 a 2,5, tendo um país políticas governamentais mais eficientes quanto mais próximo de 2,5 estiver este valor. **POLSTAB** demonstra a percepção da sociedade quanto à probabilidade de que o governo seja desestabilizado ou derrubado por meios inconstitucionais ou violentos, incluindo a violência politicamente motivada e o terrorismo. Em uma escala de -2,5 a 2,5, quanto maior a estabilidade política do país, mais próximo de 2,5 estará o valor deste indicador. As liberdades de expressão e comunicação estão presentes no indicador **VOICE** e, quanto maior o valor deste indicador (em uma escala de -2,5 a 2,5), maiores são estas liberdades nesse país.

Quanto às variáveis para representar o desenvolvimento do sistema financeiro, utilizamos **LLY**, **PRIVY**, **PRIVATE**, **ZSCORE**, **STOCKMKTCAP**, **STOCKMKTVLUE** e **BANKCAPASSET**. Cada variável é representada pela mediana dos valores disponíveis entre 1996 e 2010.

LLY é a razão entre o passivo líquido de um país e seu PIB. Esta variável busca refletir o tamanho do setor financeiro de um país, de modo que, quanto maior o valor desta variável, maior o tamanho do sistema financeiro. Acredita-se que países com sistema financeiros relativamente maiores, apresentam maior desenvolvimento e eficiência neste setor e, por consequência, maior rentabilidade.

PRIVY representa os recursos financeiros disponibilizados ao setor privado pelas instituições financeiras e é calculada como a razão entre os créditos para o setor privado e o PIB. A razão entre o crédito ao setor privado e o total de crédito doméstico é representada na variável **PRIVATE**. Como ambas as variáveis refletem a relação entre o sistema financeiro e o setor privado, considera-se que, quanto mais estreita esta relação, mais eficientes são os bancos na seleção e monitoramento dos seus clientes, relativamente àqueles sistemas financeiros que emprestam majoritariamente para empresas públicas.

ZSCORE é a variável que permite mensurar o risco de default dos bancos, calculada através da comparação entre o retorno do ativo e a volatilidade deste retorno. Um Z-Score acima de 3.0 significa que a instituição é segura, de modo que, quanto maior o Z-Score, menor o risco de insolvência. Portanto, espera-se que um país que possui Z-Score mais elevado apresente um sistema financeiro mais sólido e, por consequência, mais desenvolvido.

STOCKMKTCAP é a relação entre os preços das ações e o PIB do país, utilizada para verificar se um mercado está sobre ou subavaliado, enquanto que **STOCKMKTVOLUME** representa o total de ações comercializadas no mercado de ações em relação ao PIB. A razão entre o capital e as reservas do banco em relação ao total de ativos do mesmo é demonstrada no indicador **BANKCAPASSET**. Países para os quais estas variáveis apresentaram valores elevados possuem sistemas financeiros maiores, mais dinâmicos e desenvolvidos.

Observa-se que existem muitas variáveis para representar a governança institucional e o desenvolvimento do sistema financeiro que são relacionadas entre si, podendo causar problema de multicolinearidade. Assim, optou-se por desenvolver indicadores utilizando a análise de fatores exploratória, para reduzir a quantidade de variáveis.

A análise fatorial exploratória (AFE) geralmente é utilizada nos estágios mais embrionários da pesquisa, no sentido de literalmente explorar os dados. Nessa fase, procura-se explorar a relação entre um conjunto de variáveis,

identificando padrões de correlação. Além disso, a AFE pode ser utilizada para criar variáveis independentes ou dependentes que podem ser utilizadas posteriormente em modelos de regressão (FIGUEIREDO; SILVA, 2010).

Além disso, a análise de fatores reduz o problema de multicolinearidade e permite ter mais graus de liberdade, tornando o teste mais robusto.

Para realizar a análise de fatores, são necessárias algumas etapas. Primeiramente, é preciso definir se os dados disponíveis são adequados para desenvolver a análise. Dessa maneira, considerando a matriz de correlações, o ideal é que a maioria das correlações seja superior a 0,30. Como se pode perceber na Tabela 12 do apêndice, os dados atendem a este requisito.

Para validar o uso destes dados, outro requisito é o teste de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO). Esta estatística varia entre 0 e 1 e, para que seja possível levar adiante a análise de fatores, seu valor deve ser, ao menos, 0,5. Estando o resultado entre 0,9 e 1, a análise fatorial é muito boa. Entre 0,8 e 0,9 é boa, 0,7 e 0,8 média, 0,6 e 0,7 razoável, 0,5 e 0,6 má e abaixo de 0,5, inaceitável. A tabela abaixo mostra que o resultado obtido é de 0,88 (FÁVERO *et al.* 2009, *apud.* TIRYAKI 2014).

Tabela 1 - Teste de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO)

Teste KMO	
Fator:	
Variável	Valor
LLY	0,779666
PRIVATE	0,896837
PRIVY	0,867378
STOCKMKTCAP	0,756646
STOCKMKTVALUE	0,761643
CONTCORRUP	0,907437
GOVEFFECT	0,933594
POLSTAB	0,954757
RULELAW	0,885544
REGQUAL	0,937526
VOICE	0,941653
Resultado	0,882424

Fonte: Elaboração própria, 2014

O segundo passo é definir a metodologia utilizada para extrair os fatores. Entre as diversas técnicas disponíveis, escolheu-se a de Fatores Principais, mais utilizada, de acordo com

FIGUEIREDO; SILVA (2010) e TIRYAKI (2014), a qual considera um conjunto de variáveis e busca identificar o menor número de fatores que correspondem pela variância destas. Definida a forma de extração, faz-se necessário estabelecer quantos fatores serão retidos. Um fator será retido se ele for estatisticamente significativo. Neste trabalho, isto foi feito com a Análise Paralela¹².

A Tabela 2 representa a matriz de fatores não-rotacionados. As variáveis mantidas foram aquelas que apresentaram comunalidade superior a 0,5. “As comunalidades representam a proporção da variância para cada variável incluída na análise que é explicada pelos componentes extraídos” (SCHAWB 2007, *apud.* FIGUEIREDO; SILVA 2010). Dessa maneira, ZSCORE e BANKCAPASSET foram excluídos da análise por não atenderem a este requisito.

Decidir a forma de rotação é o próximo passo da análise fatorial e serve para facilitar a interpretação dos fatores. Essa rotação pode ser realizada de duas formas, rotação ortogonal e rotação oblíqua. Segundo Figueiredo e Silva (2010), as duas formas de rotação produzem resultados bastante semelhantes, contudo, a rotação ortogonal é mais fácil de interpretar, enquanto que a rotação oblíqua permite que os fatores sejam correlacionados. Este trabalho utilizou a rotação oblíqua, visto que a correlação entre os fatores não foi negligenciável, sendo de 0,656, conforme a Tabela 3.

Efetuada a rotação, dois fatores foram extraídos. O fator um será denominado **GOVERNANCA**, representando os indicadores de governança institucional. Nesse sentido, é composto pelas variáveis CONTCORRUP, GOVEFFECT, POLSTAB, RULELAW, REGQUAL e VOICE. Todas as variáveis são positivamente relacionadas com o fator, visto que um aumento destas afeta positivamente a estrutura de governança dos países.

O segundo fator, **DESENVFIN**, representa o desenvolvimento do sistema financeiro e é constituído pelas variáveis, LLY, PRIVATE, PRIVY, STOCKMKTCAP, STOCKMKTVALUE. Novamente, as variáveis que compõem o fator relacionam-se positivamente com o mesmo, indicando que tendências de crescimento ou de decréscimo destas variáveis afetarão o desenvolvimento do sistema financeiro dos países na mesma

¹² Para um detalhamento das metodologias disponíveis, ver FIGUEIREDO; SILVA (2010) e TIRYAKI (2014).

direção. Os fatores extraídos serão testados juntamente com as outras variáveis independentes, a fim de permitir avaliar a relação entre concentração bancária e volatilidade dos ciclos.

Tabela 2 - Extração de Fatores Não-Rotacionados

	Cargas Não-Rotacionadas		Comunalidade	Unicidade		
	F1	F2				
LLY	0,635	0,439	0,596	0,404		
PRIVATE	0,878	0,275	0,847	0,153		
PRIVY	0,861	0,325	0,847	0,153		
STOCKMKTCAP	0,692	0,487	0,715	0,285		
STOCKMKTVALUE	0,666	0,359	0,572	0,428		
CONTCORRUP	0,950	-0,207	0,945	0,055		
GOVEFFECT	0,968	-0,172	0,967	0,033		
POLSTAB	0,751	-0,358	0,693	0,307		
RULELAW	0,953	-0,234	0,962	0,038		
REGQUAL	0,923	-0,245	0,912	0,088		
VOICE	0,768	-0,384	0,737	0,263		
Fator	Variância	Cumulativo	Diferença	Proporção	Cumulativo	
F1	7,590	7,590	6,387	0,863	0,863	
F2	1,204	8,794	---	0,137	1,000	
Total	8,794	8,794		1,000		

Fonte: Elaboração própria, 2014

Tabela 3 - Matriz dos Fatores Rotacionados

Método de Rotação: Oblíquo Oblimin (0) / Quartimax

Cargas Rotacionadas: $L * inv(T)'$

	F1	F2
LLY	-0,071	0,817
PRIVATE	0,281	0,711
PRIVY	0,211	0,768
STOCKMKTCAP	-0,088	0,901
STOCKMKTVALUE	0,041	0,729
CONTCORRUP	0,878	0,135
GOVEFFECT	0,850	0,187
POLSTAB	0,917	-0,138
RULELAW	0,911	0,102
REGQUAL	0,904	0,076
VOICE	0,957	-0,164

Correlação dos Fatores Rotacionados: TT

	F1	F2
F1	1,000	
F2	0,656	1,000

Fonte: Elaboração própria, 2014

4 AVALIAÇÃO ECONOMETRICA

Esta seção descreverá a avaliação econométrica realizada no trabalho. Dessa forma, utilizando as variáveis previamente definidas, fez-se uma regressão de mínimos quadrados ordinários, controlando para a existência de heterocedasticidade, a fim de medir a relação entre CONCENT e CYCPIB, CYCINV e CYCCONS. A equação a ser estimada ficou estruturada da seguinte forma:

$$CYC = c + \beta_1 \text{concent} + \beta_2 \text{cycslow} + \beta_3 \text{desenvfin} + \beta_4 \text{excflex} + \beta_5 \text{gov} + \beta_6 \text{inf} + \beta_7 \text{governanca} + \beta_8 \text{ltgrowth} + \beta_9 \text{open} + \beta_{10} \text{zscore} + \beta_{11} \text{bankcapasset}$$

A Tabela 4 exibe as estatísticas descritivas destas variáveis, as quais apresentam as propriedades do grupo de variáveis escolhidas. Além das propriedades comuns como, média, mediana e desvio padrão, a tabela apresenta a estatística Jarque-Bera, a qual tem por objetivo testar se a distribuição da amostra é normal, utilizando para tal a diferença entre assimetria e curtose (medida de achatamento da distribuição), (ver SAMOHYL, 2000, p. 88). Assim, com 95% de confiança, apenas quatro séries têm distribuição normal, CONCENT, GOV, GOVERNANCA, LTGROWTH.

A Tabela 5 apresenta as correlações entre as variáveis utilizadas. Nesse sentido, podemos perceber que CONCENT apresenta baixa correlação com CYCPIB, CYCINV e CYCCONS, o que nos mostra que as alterações sofridas na concentração bancária não serão acompanhadas por alterações na volatilidade dos ciclos. A correlação entre CYCCONS e BANKCAPASSET é elevada (0,5139), como também entre GOVERNANCA e DESENVFIN (0,6644), movendo-se na mesma tendência positiva. DESENVFIN e GOVERNANCA são negativamente correlacionadas com BANKCAPASSET, com valores de -0,5111 e -0,5676, respectivamente. Podemos também destacar a correlação positiva entre CYCSLOW e CYCPIB (0,4060) e negativa entre GOVERNANCA e CYCCONS (-0,4356).

Tabela 4 - Estatísticas Descritivas

	CYCPB	CYCINV	CYCCONS	CONCENT	CYCSLOW	DESENVFIN	EXCFLEX	GOV	INF	GOVERNANCA	LTGROWTH	OPEN	ZSCORE	BANKCAPASSET
Média	0,030	0,155	0,034	59,219	0,098	0,102	0,054	78,487	0,071	0,136	27,137	90,549	17,886	8,739
Mediana	0,025	0,086	0,028	57,713	0,090	-0,259	0,046	78,122	0,039	0,125	27,002	73,468	15,852	8,450
Máximo	0,086	4,785	0,127	96,224	0,277	3,826	0,191	104,934	0,848	1,877	35,013	366,071	59,756	21,650
Mínimo	0,006	0,015	0,006	17,672	0,006	-1,074	0,000	48,805	-0,001	-1,547	22,267	22,090	3,453	3,300
Desvio Padrão	0,018	0,508	0,023	17,738	0,050	1,005	0,039	10,889	0,106	0,984	2,975	57,878	9,552	3,443
Assimetria	1,328	8,956	1,352	0,057	1,073	1,109	0,892	-0,146	5,119	0,130	0,559	2,508	1,409	1,240
Curtose	4,277	82,139	5,086	2,397	4,239	4,155	3,764	3,260	35,252	1,763	3,122	11,226	6,394	5,444
Jarque-Bera	31,118	23592,030	41,812	1,351	22,002	22,397	13,494	0,548	4102,973	5,723	4,538	332,660	69,744	43,450
Prob.	0,000	0,000	0,000	0,509	0,000	0,000	0,001	0,760	0,000	0,057	0,103	0,000	0,000	0,000
Soma	2,611	13,318	2,954	5092,848	8,424	8,733	4,642	6749,900	6,065	11,711	2333,794	7787,253	1538,199	751,585
Soma D.P.	0,026	21,935	0,045	26743,210	0,213	85,818	0,127	10078,930	0,962	82,250	752,161	284742,200	7756,107	1007,688
Obs.	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86

Fonte: Elaboração própria, 2014

Tabela 5 - Matriz de Correlação

	CYCPB	CYCINV	CYCCONS	CONCENT	CYCSLOW	DESENVFIN	EXCFLEX	GOV	INF	GOVERNANCA	LTGROWTH	OPEN	ZSCORE	BANKCAPASSET
CYCPB	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CYCINV	0,0592	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CYCCONS	0,7201	0,2998	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CONCENT	-0,0231	0,0311	0,0305	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CYCSLOW	0,4060	-0,0954	0,2071	0,1715	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DESENVFIN	-0,2573	-0,0926	-0,3934	-0,0559	0,0970	1	-	-	-	-	-	-	-	-
EXCFLEX	0,0914	-0,1323	0,0963	0,0866	0,0551	-0,3180	1	-	-	-	-	-	-	-
GOV	-0,0899	-0,1606	-0,0672	0,1109	-0,1189	-0,3843	0,1275	1	-	-	-	-	-	-
INF	0,2576	-0,0045	0,3116	-0,0179	0,1089	-0,3928	0,3715	0,1808	1	-	-	-	-	-
GOVERNANCA	-0,1588	-0,0276	-0,4356	0,1522	0,1226	0,6644	-0,1409	-0,3549	-0,3238	1	-	-	-	-
LTGROWTH	-0,1731	-0,1997	-0,1677	-0,3398	-0,1181	0,0939	0,1580	-0,1684	-0,1198	-0,1038	1	-	-	-
OPEN	0,1471	0,0099	0,0954	0,2463	0,3653	0,3525	-0,2356	-0,3594	-0,0799	0,2728	-0,3007	1	-	-
ZSCORE	-0,3209	0,0246	-0,3268	-0,1193	-0,2320	0,2964	-0,2595	-0,1178	-0,2518	0,2062	-0,0050	0,0710	1	-
BANKCAPASSET	0,3426	0,1867	0,5139	0,1447	0,1222	-0,5111	0,2463	0,3601	0,3106	-0,5676	-0,2034	0,0507	-0,1471	1

Fonte: Elaboração própria, 2014

4.1 RESULTADOS

Os resultados da regressão anteriormente apresentada estão descritos nesta seção. Nas tabelas 6, 7, 8, podemos visualizar as estatísticas que correspondem às variáveis dependentes CYCPIB, CYCINV e CYCCONS, respectivamente.

Tabela 6 - Variável dependente: PIB (volatilidade da Renda)

Variável	Coefficiente	Estatística-t
C	0,0760**	2,1073
CONCENT	-0,0002 *	-1,9494
CYCSLOW	0,1110 **	2,3530
DESENVFIN	-0,0040 *	-1,9838
EXCFLEX	-0,0351	-0,6060
GOV	-0,0004*	-1,8344
INF	0,0126	0,6176
GOVERNANCA	0,0021	0,7876
LTGROWTH	-0,0007	-0,8955
OPEN	-0,000004	-0,1213
ZSCORE	-0,0004 **	-2,1286
BANKCAPASSET	0,0016	1,5967
R-quadrado	0,3996	
R-quadrado Ajustado	0,3104	
Estatística-F	4,4779	
Prob (Estatística-F)	0,00004	
No Obs. (n)	86	

Notas: (1) Desvio padrão e covariância são consistentes em relação à presença de heterocedasticidade (método White); (2) *, ** e *** indicam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaboração própria, 2014

O R-quadrado é uma estatística calculada como a razão entre a variação explicada e a variação total, ou seja, é a “fração da variação amostral em y que é explicada por x” (WOOLDRIDGE 2008, p. 38). Dito isso, podemos perceber na Tabela 6 que apenas 39,9% da volatilidade da renda é explicada pelas variáveis escolhidas, o que significa que outras variáveis relevante para a volatilidade não foram considerados na regressão.

CONCENT é estatisticamente significativa ao nível de 10%, mas possui reduzida significância econômica. Esta variável possui relação negativa com a volatilidade da renda, de modo que um aumento da concentração bancária contribuiria para a redução da volatilidade. DESENVFIN e GOV também são estatisticamente significantes ao nível de 10% de

significância, enquanto CYCSLOW e ZSCORE são significantes ao nível de 5%. Um aumento da volatilidade do resíduo de Solow afeta positivamente a volatilidade da renda, enquanto que uma melhora na saúde dos bancos reduz a volatilidade da renda.

Analisando a volatilidade do investimento, a Tabela 7 apresenta um R-quadrado de 0,2225, ou seja, as variáveis independentes explicam apenas 22,25% da variável dependente CYCINV, percentual menor que o da volatilidade da renda.

Tabela 7 - Variável dependente: Investimento (volatilidade do Investimento Real)

Variável	Coefficiente	Estatística-t
C	2,5471	1,2245
CONCENT	0,0004	0,2174
CYCSLOW	-1,4716	-0,8720
DESENVFIN	-0,0382	-0,8425
EXCFLEX	-2,7373	-1,1187
GOV	-0,0185	-1,1453
INF	-0,0056	-0,0393
GOVERNANCA	0,0751	0,9975
LTGROWTH	-0,0360	-1,2614
OPEN	-0,0020	-1,1324
ZSCORE	-0,0022	-0,9933
BANKCAPASSET	0,0595	1,2349
R-quadrado	0,2225	
R-quadrado Ajustado	0,1070	
Estatística-F	1,9257	
Prob (Estatística-F)	0,0493	
No Obs. (n)	86	

Notas: (1) Desvio padrão e covariância são consistentes em relação à presença de heterocedasticidade (método White).

Fonte: Elaboração própria, 2014

Os resultados para a volatilidade do consumo estão apresentados na Tabela 8. Das três variáveis dependentes, CYCCONS é a mais explicada pelas variáveis escolhidas, com um R-quadrado de 0,5013 (50,13%). Tal como para a volatilidade do investimento, CONCENT não possui significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, como também não possui significância econômica. GOV e BANKCAPASSET são significantes ao nível de 1%, enquanto GOVERNANCA e ZSCORE são significantes ao nível de 5%. Os sinais de GOV, GOVERNANCA e ZSCORE indicam que um aumento nessas variáveis reduz a volatilidade do consumo.

Tabela 8 - Variável dependente: Consumo (volatilidade do Consumo Real)

Variável	Coefficiente	Estatística-t
C	0,1184***	3,2283
CONCENT	-0,00004	-0,3525
CYCSLOW	0,0445	0,9770
DESENVFIN	-0,0022	-0,8739
EXCFLEX	-0,0561	-0,9381
GOV	-0,0008 ***	-3,4564
INF	0,0200	1,1437
GOVERNANCA	-0,0055 **	-2,0065
LTGROWTH	-0,0012	-1,3013
OPEN	-0,000016	-0,4236
ZSCORE	-0,0005 **	-2,2421
BANKCAPASSET	0,0026 ***	3,9393
R-quadrado	0,5013	
R-quadrado Ajustado	0,4271	
Estatística-F	6,7614	
Prob (Estatística-F)	0,0000	
No Obs. (n)	86	

Notas: (1) Desvio padrão e covariância são consistentes em relação à presença de heterocedasticidade (método White); (2) *, ** e *** indicam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaboração própria, 2014

Com base nos resultados apresentados, não existe embasamento estatístico suficiente para afirmar se um mercado bancário mais concentrado contribui para a volatilidade dos ciclos econômicos. Isso porque as duas “forças” opostas podem estar se cancelando, ou seja, por um lado uma maior concentração pode indicar menor volatilidade dos ciclos, ao reduzir a assimetria de informação, por outro, um sistema bancário mais concentrado pode indicar ciclos mais voláteis, pois bancos maiores (*too big to fail*) aumentam a fragilidade da economia. Além disso, outros fatores de relevância para explicar a volatilidade dos ciclos econômicos não foram considerados na regressão, resultando em R-quadrados baixos.

4.2 ANÁLISE DE ROBUSTEZ

A fim de garantir a solidez dos resultados obtidos, foram realizados quatro testes para identificar a presença de *outliers* dentro da amostra: RStudent, DFFITS, COVRATIO e Hat Matrix. Estas estatísticas de influência são utilizadas para mostrar como uma observação influencia as estimativas dos parâmetros da regressão. Nesse sentido, “a influência de uma observação pode ser interpretada como quanto da estimativa para as outras variáveis seria diferente, se a variável em questão não fosse incluída” (LANE 2008, p. 484).

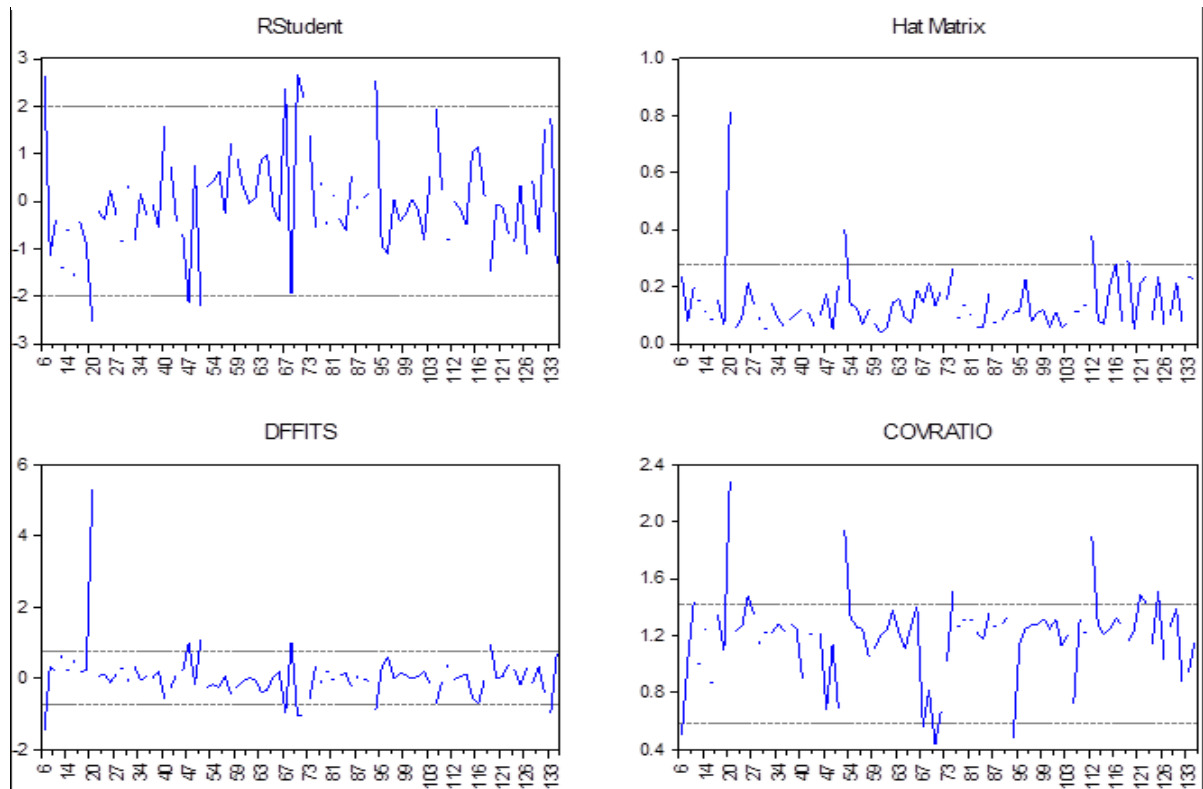
A estatística do resíduo padronizado de Student (R-Student) é calculada através da divisão das duas resíduos pelos seus respectivos erros-padrão. Em geral, considera-se que observações cujo valor absoluto do R-Student é maior que 2, merece a atenção do pesquisador, e valores acima de 3 já são considerados outliers. Utilizamos também o teste DFFITS, o qual mensura a diferença entre o valor ajustado da observação na equação original e na equação estimada sem a observação. Hat Matrix é um teste que mede a distância entre uma observação e as outras observações da amostra e COVRATIO mensura o impacto de cada observação sobre as variâncias e os erros-padrão dos coeficientes da regressão e suas covariâncias (ver LANE 2008).

Nesse sentido, a equação foi estimada e as estatísticas de influência extraídas. Os pontos que se apresentaram fora da tendência da amostra foram candidatos a serem excluídos, mas foi preciso verificar se estes pontos eram comuns a todos os testes. As figuras 1, 2 e 3 mostram os resultados dos testes para as variáveis dependentes CYCPIB, CYCINV e CYCCONS, respectivamente.

A Figura 1 mostra que muitas observações se desviam da tendência, como as de número 6-Armênia, 20-Bulgária, 53-Hong Kong, 67-Kuwait, 69-Letônia, 94-Nigéria e 112-Cingapura. Observa-se que a Bulgária (observação 20) fugiu da tendência apresentada, em todos os quatro testes. Já a Figura 2 mostra que duas observações se destacam por se desviarem da tendência, 20-Bulgária e 96-Omã. Omã fugiu da tendência significativamente nos testes RStudent e DFFITS, enquanto que a Bulgária se destacou no teste Hat Matix e COVRATIO.

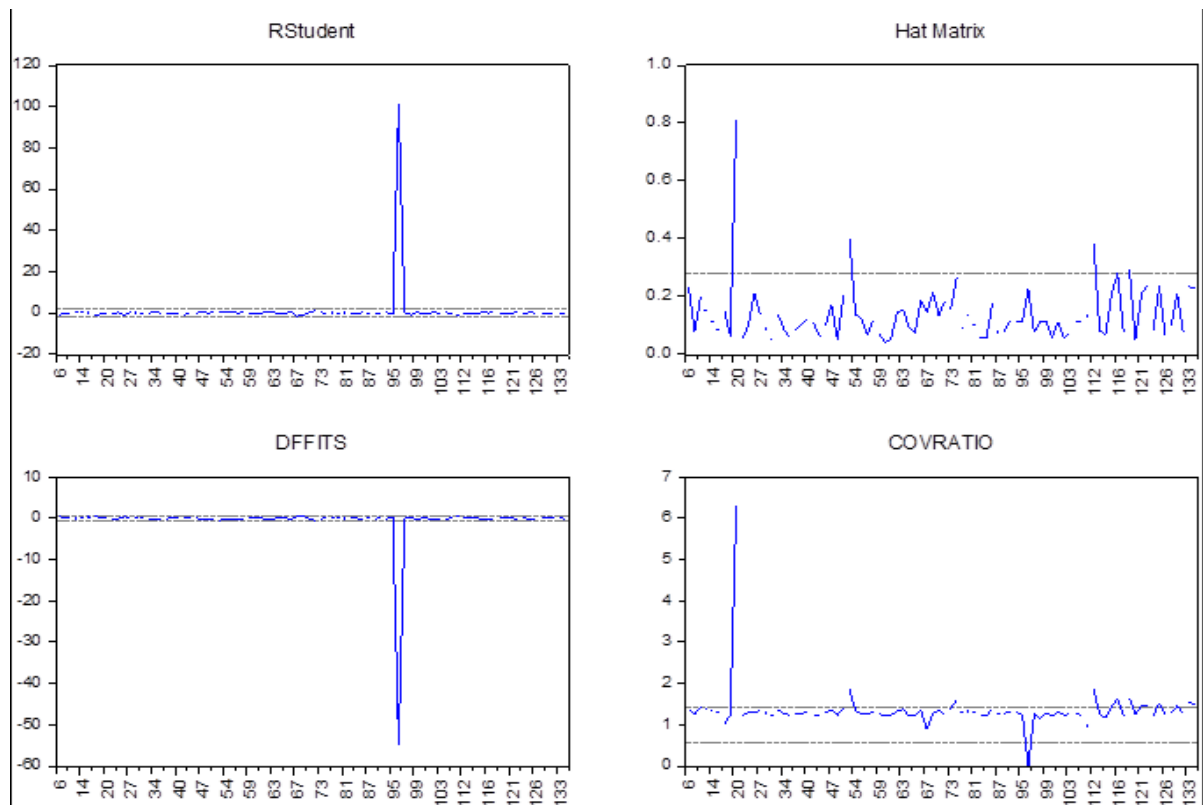
Na Figura 3, que mostra os testes para a variável dependente CYCCONS, é possível perceber que, novamente, a Bulgária foge da tendência, se destacando em três dos quatro testes. A observação 94-Nigéria também se destacou nos testes DFFITS e COVRATIO.

Figura 1 - Testes CYCPIB



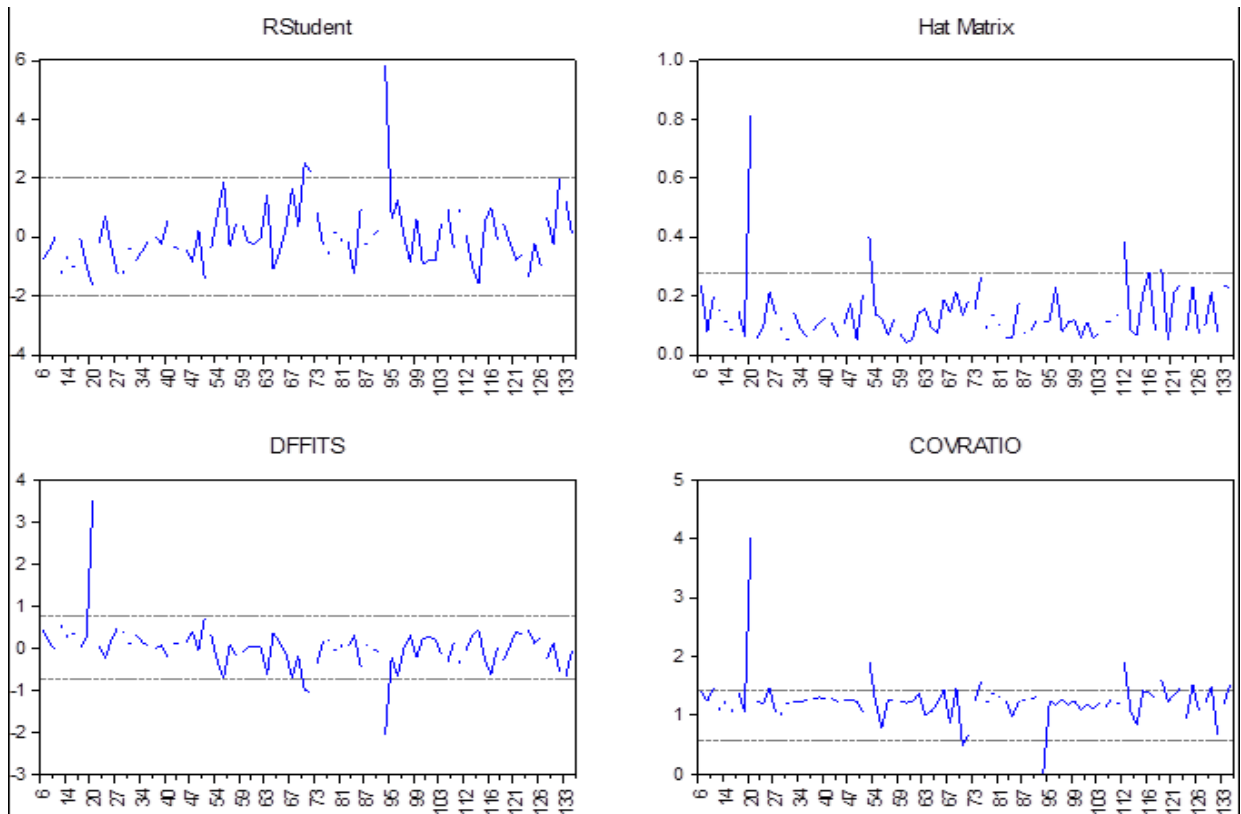
Fonte: Elaboração própria, 2014

Figura 2 - Testes CYCINV



Fonte: Elaboração própria, 2014

Figura 3 - Testes CYCCONS



Fonte: Elaboração própria, 2014

A distribuição não indica que as observações que destoaram da tendência deveriam ser excluídas, pois, excetuando-se as observações de número 20 e 96, os países que destoaram da tendência já não haviam sido incluídos na avaliação, por terem variáveis faltantes. Desse modo, dos *outliers* identificados, foram excluídos da amostra Bulgária e Omã, para a regressão em função de CYCINV e para as regressões em função de CYCPIB e CYCCONS, Omã foi o país excluído.

As tabelas 9, 10, 11 mostram o resultado das regressões sem a presença dos *outliers*, de modo que podemos visualizar as estatísticas que correspondem às variáveis dependentes CYCPIB, CYCINV e CYCCONS, respectivamente. Assim, relativamente aos resultados obtidos com a presença da Bulgária, o R-quadrado da regressão que tem CYCPIB como variável dependente cresceu de 39,9% para 44,78%. CONCENT deixou de ser estatisticamente significativa, mas manteve a relação negativa com a volatilidade da renda. EXCFLEX e GOVERNANCA passaram a ter significância estatística ao nível de 10% e CYCSLOW e ZSCORE a 5%. A variável INF apresentou-se estatisticamente significativa ao nível de 1% de significância, afetando positivamente a volatilidade da renda.

Tabela 9 - Variável dependente: PIB (sem *outliers*)

Variável	Coefficiente	Estatística-t
C	0,0597	1,6351
CONCENT	-0,0002	-1,6324
CYCSLOW	0,0946 **	2,1154
DESENVFIN	-0,0036 *	-1,6749
EXCFLEX	-0,1206 *	-1,9026
GOV	-0,0003	-1,6652
INF	0,1008 ***	2,7465
GOVERNANCA	0,0044 *	1,7093
LTGROWTH	-0,0004	-0,4057
OPEN	0,0000	0,0902
ZSCORE	-0,0004 **	-2,2823
BANKCAPASSET	0,0016	1,5832
R-quadrado	0,4478	
R-quadrado Ajustado	0,3646	
Estatística-F	5,3826	
Prob (Estatística-F)	0,000003	
No Obs. (n)	85	

Notas: (1) Desvio padrão e covariância são consistentes em relação à presença de heterocedasticidade (método White); (2) *, ** e *** indicam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaboração própria, 2014

Tabela 10 - Variável dependente: Investimento (sem *outliers*)

Variável	Coefficiente	Estatística-t
C	0,1555	1,6107
CONCENT	-0,0003	-0,9068
CYCSLOW	0,4168 ***	3,3411
DESENVFIN	-0,0047	-0,7168
EXCFLEX	-0,0966	-0,6216
GOV	0,000002	-0,0032
INF	0,1783 **	2,0534
GOVERNANCA	0,0028	0,3777
LTGROWTH	-0,0039 *	-1,8760
OPEN	0,00003	-0,3635
ZSCORE	-0,0009	-1,6366
BANKCAPASSET	0,0043 **	2,4526
R-quadrado	0,5122	
R-quadrado Ajustado	0,4377	
Estatística-F	6,8739	
Prob (Estatística-F)	0	
No Obs. (n)	84	

Notas: (1) Desvio padrão e covariância são consistentes em relação à presença de heterocedasticidade (método White); (2) *, ** e *** indicam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaboração própria, 2014

Sem a presença dos *outliers* Bulgária e Omã, algumas variáveis passaram a ter significância estatística para a análise da volatilidade do investimento. Por exemplo, CYCSLOW foi estatisticamente significativa ao nível de 1% de significância, INF e BANKCAPASSET ao nível de 5% e LTGROWTH ao nível de 10% de significância. CONCENT passou a ser negativamente relacionada com a volatilidade do investimento, mas permaneceu estatística e economicamente não significativa. O R-quadrado cresceu de forma significativa, mostrando que, sem os *outliers*, as variáveis independentes explicam 51,22% da variável dependente, não mais 22,25%.

Considerando a variável dependente CYCCONS e sem a presença da Bulgária, tal como com as outras variáveis independentes, o R-quadrado ficou maior, passando de 0,5013 para 0,5172. CONCENT permaneceu negativamente relacionada com a volatilidade do consumo e estatisticamente não significativa. GOV e BANKCAPASSET permaneceram significantes ao nível de 1% e INF passou a ser significativa ao nível de 10%.

Tabela 11 - Variável dependente: Consumo (sem *outliers*)

Variável	Coefficiente	Estatística-t
C	0,1053***	2,7475
CONCENT	-0,00002	-0,1994
CYCSLOW	0,0313	0,6496
DESENVFIN	-0,0018	-0,7049
EXCFLEX	-0,1248	-1,3879
GOV	-0,0008 ***	-3,2484
INF	0,0909 *	1,7525
GOVERNANCA	-0,0037	-1,3529
LTGROWTH	-0,0009	-0,8734
OPEN	0,00001	-0,2634
ZSCORE	-0,0005 **	-2,3227
BANKCAPASSET	0,0027 ***	4,0908
R-quadrado	0,5172	
R-quadrado Ajustado	0,4444	
Estatística-F	7,1086	
Prob (Estatística-F)	0	
No Obs. (n)	85	

Notas: (1) Desvio padrão e covariância são consistentes em relação à presença de heterocedasticidade (método White); (2) *, ** e *** indicam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaboração própria, 2014

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A teoria econômica oferece alguns pressupostos para analisar a forma como as instituições financeiras influenciam a atividade econômica. Economistas Pós-Keynesianos e Novos-Keynesianos foram os que mais colocaram em evidência a necessidade de estudar o sistema financeiro para entender como ocorrem as flutuações na economia. Hoje, essa necessidade é ainda mais evidente, visto que os bancos deixaram de atuar somente como intermediadores financeiros e passaram a contribuir para a administração da quantidade de crédito a ser ofertada no mercado.

O estudo da estrutura dos mercados bancários mostrou-se então, pertinente, de modo que surgiu o interesse de compreender se e como a concentração do mercado bancário afeta a volatilidade dos ciclos econômicos. Alguns teóricos consideram que a fragilidade financeira da economia cresce à medida que a concentração bancária aumenta, pois, quanto maior a concentração, maiores, mais complexos e difíceis de monitorar, são os bancos. Entende-se também que existem perigos associados às garantias implícitas de resgate que os bancos têm ao aumentarem de tamanho e o poder de mercado destes, que pode levar à elevação das taxas de juros.

Em contrapartida, um mercado bancário mais concentrado proporciona maior estabilidade ao sistema financeiro, segundo alguns teóricos. Isso porque, bancos mais concentrados têm economias de escala, tal como outras firmas capitalistas, sendo menos frágeis, como também, mais diversos. Bancos mais concentrados podem também ter lucros mais elevados e maiores chances de se proteger contra choques adversos, além de ser mais fácil monitorar um sistema financeiro mais concentrado.

O objetivo deste trabalho foi o de tentar validar uma destas interpretações, visto que um sistema bancário concentrado pode, por um lado, tornar-se mais protegido contra choques isolados, pois os bancos ficam mais fortes e estruturados, por outro, é possível que problemas de insolvência sejam maiores na medida em que a concentração bancária aumenta. Contudo, a análise do modelo de Mínimos Quadrados Ordinários não forneceu embasamento estatístico para suportar nenhum dos dois raciocínios expostos, pois, possivelmente os dois efeitos opostos estão se cancelando, associando, por um lado, concentração bancária à menor volatilidade dos ciclos, e, em contrapartida, a ciclos econômicos mais voláteis.

Os resultados obtidos são consistentes com a literatura econômica disponível sobre o assunto. Muitos estudos foram realizados no sentido de precisar os efeitos de uma elevação no grau de concentração do mercado bancário sobre a atividade econômica. Beck, Demirgüç-Kunt e Levine (2003) mostraram que em países cujas atividades bancárias são mais concentradas, a ocorrência de crises é menor, deixando a economia mais estável. Por outro lado, Fernández, González e Suárez (2010) entenderam que os impactos da concentração bancária sobre a economia são negativos, de modo que esta relaciona-se inversamente com o crescimento econômico.

O resultado do trabalho de Martins e Alencar (2009) aproxima-se ainda mais das conclusões obtidas no presente trabalho. Estes autores tentaram entender a relação entre concentração bancária e risco sistêmico. No mesmo estudo, concluíram que um mercado bancário mais concentrado reduz o risco idiossincrático (não sistêmico) e aumenta o risco sistêmico, levando em consideração o cenário brasileiro. Nesse sentido, a concentração bancária tem efeitos tanto positivos como negativos sobre a economia.

Primeiramente, foram selecionadas as variáveis que, de acordo com a literatura econômica, permitem inferir sobre a volatilidade dos ciclos econômicos. Posteriormente, foi conduzida uma análise de fatores para construir dois índices, o primeiro representando a governança institucional nos países em estudo e o segundo representando o desenvolvimento do sistema financeiro nessas economias. O modelo foi rodado em função das variáveis dependentes, volatilidade da renda, volatilidade do investimento e volatilidade do consumo.

Os primeiros resultados obtidos a partir da avaliação econométrica mostraram que a concentração do mercado bancário somente era estatisticamente significativa na regressão em função de da volatilidade da renda. Nesse sentido, com o intuito de garantir a solidez dos resultados obtidos, foi feita uma análise de robustez, considerando as estatísticas de influência R-Student, Hat Matrix, DFFITS e COVRATIO, as quais evidenciaram a presença de *outliers* na amostra. Com a exclusão de alguns destes *outliers*, novos resultados foram obtidos.

A diferença entre os dois resultados não foi muito relevante, destacando, contudo, o aumento do grau de ajuste do modelo após a remoção das observações destoantes. Não foi possível, portanto, comprovar se a concentração do mercado bancário impacta a volatilidade dos ciclos econômicos. Apesar disso, considerando a atual conjuntura econômica e estrutura do sistema

financeiro brasileiro, a questão da concentração bancária permanece como objeto de estudo de grande relevância.

Sugere-se, portanto, para o aprimoramento futuro deste trabalho, a utilização de métodos econométricos mais robustos, como a análise em painel dinâmico, que permitam controlar para a presença de endogeneidade, para assim tentar precisar a relação entre concentração bancária e volatilidade dos ciclos econômicos. Além disso, sugere-se a adição de uma variável interativa que represente a regulação específica do sistema financeiro, para controlar a relação entre concentração bancária e regulação, visto que países cujo sistemas financeiros são fortemente regulados apresentam, em geral, bancos menos concentrados.

REFERÊNCIAS

- ABEL, Andrew; BERNANKE, Ben. **Macroeconomia**. São Paulo: Pearson. 2008. 457 p.
- AKERLOF, George A. The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, Oxford, v. 84, n. 3, p. 488 – 500, ago. 1970.
- ARAÚJO, Joelma Maria. **Inovação e ciclos econômicos em Schumpeter e Minsky**. 2012.146 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, UFAL, Maceió, 2012.
- BECK, Thorsten; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; LEVINE, Ross. **Bank concentration and crises**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, jun. 2003. (NBER Working papers, n 11500).
- _____. **Bank concentration and fragility: impact and mechanics**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, jun. 2005. (NBER Working papers, n. 11500)
- BERNANKE, Ben S; GERTLER, Mark. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. **Journal of Economic Perspectives**, v.9, n.4, p. 27 – 48, 1995.
- BERNANKE, Ben S. ; GERTLER, Mark; GILCHRIST, Simon. **The financial accelerator and the flight to quality**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, jul. 1994. (NBER Working Papers, n. 4789).
- BURNS, A. F. ; MITCHELL, W.C. **Measuring business cycles**. New York: National Bureau of Economic Research, 1946. Disponível em: <<http://www.nber.org/books/bern46-1>>. Acesso em: 20 maio 2014.
- CARVALHO, Fernando J. **Keynes, a instabilidade do capitalismo e a teoria dos ciclos econômicos**. Rio de Janeiro, dez. 1988. Disponível em: <<http://goo.gl/OrC6NB>>. Acesso em: 20 jul. 2014.
- COSTA, Marcelo Ferreira. **A hipótese da instabilidade financeira e a fragilidade financeira dos bancos americanos**. 2013, 63 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Faculdade de Economia, UFBA, Salvador, 2013.
- DE LIMA, Izabel Cristina. **Ciclos econômicos e previsão cíclica: um estudo de indicadores antecedentes para a economia brasileira**. Belo Horizonte: CEDEPLAR, UFMG, 2005. Disponível em: <<http://goo.gl/mlHEik>>. Acesso em: 16 jul. 2014.
- DE PAULA, Luiz F. ; ALVES JR, Antônio J. **Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano**. Rio de Janeiro: Faculdade de Ciências Econômicas, UERJ, 2000. Disponível em: <<http://goo.gl/zrnqTf>>. Acesso em: 25 jul. 2014.
- FERNÁNDEZ, Ana; GONZÁLEZ, Francisco; SUÁREZ, Nuria. How do bank competition, regulation, and institutions shape the real effect of banking crises? International evidence. **Journal of International Money and Finance**, Oviedo, n. 33, p. 19-40, 2013.

_____. How institutions and regulation shape the influence of bank concentration on economic growth: international evidence. **International Review of Law and Economics**, Oviedo, v. 30, p. 28-36, 2010.

FIGUEIREDO, Dalson B. ; SILVA, José A. Visão além do alcance: uma introdução à análise fatorial. **Opinião Pública**, Campinas, v. 16, n. 1, p. 160-185, jun. 2010.

GAVAZZA, Ive. **Inadimplência do crédito e o ciclo econômico brasileiro de 2000 a 2002**. 2013, 63 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Faculdade de Economia, UFBA, Salvador, 2013.

KADES, Eric. New classical and new keynesian models of business cycles. **Economic Review**, Cleveland, v.22, n.3 1985. Disponível em: <<http://goo.gl/vgrqn8>>. Acesso em: 30 jun. 2014.

KASHYAP, Anil K. ; STEIN, Jeremy C. Monetary policy and bank lending. In: MANKIWI, Gregory. **Monetary policy**. Chicago: The University of Chicago Press, 1994. p. 221 – 261.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Atlas, 1936. 328 p.

KYDLAND, Finn; PRESCOTT, Edward. **Business cycles: real facts and a monetary myth**. Minneapolis: Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1990. Disponível em: <<http://goo.gl/7EXh1>>. Acesso em: 19 jul. 2014

LANE, David M. **Introduction to statistics**. Disponível em: <<http://goo.gl/GMe4yN>>. Acesso em: nov. 2014.

LUCAS, Robert E. **Understanding business cycles**. Chicago: University of Chicago, ago. 1976.

MARTINS, Bruno S. ; ALENCAR, Leonardo S. **Concentração bancária, lucratividade e risco sistêmico: uma abordagem de contágio indireto**. Brasília: Banco Central do Brasil, set. 2009. p.1 – 33. (Trabalhos para Discussão, n.190).

MEYRELLES FILHO, Sérgio Fornazier. **Moeda e ciclo econômico: a perspectiva neoclássica da escola de Cambridge segundo Pigou**. Goiânia: UFG, 2011. (Textos para discussão, n. 23).

MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma economia instável**. São Paulo: Novo Século, 2010. 455p.

MISHKIN, Frederic S. **The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, fev. 1996. (NBER Working papers, n. 5464).

NÓBREGA, Celso A. **O canal de crédito bancário na transmissão da política monetária: evidência para Portugal**. Disponível em: <<http://goo.gl/Zg2juk>>. Acesso em: 10 maio 2014.

PIPER, Denise; TOREZANI, Tomás. **Mudança estrutural e eficiência dinâmica**: aspectos teóricos e evidências históricas. Disponível em: < <http://goo.gl/KYecsx>>. Acesso em: 07 dez. 2014.

POLARI, Rômulo. A concepção keynesiana das crises econômicas e sua crítica com base em Marx. **Revista de Política Econômica**, v. 4, n. 2, p. 87 – 110, 21, jun. 1984.

PRADO, Mateus; RIBEIRO, Kárem; TEXEIRA, Bruno. Um estudo da teoria de Modigliani-Miller através do caso de empresas brasileiras: analisando a irrelevância da estrutura de capitais. **FACEF Pesquisa**, Franca, v. 14, n.1, p. 67-79, 2011.

SAMOHYL, Robert W. **Controle estatístico de qualidade**. São Paulo. Campus Elsevier. 2009.

STIGLITZ, Joseph; WEISS, Andrew. Credit rationing in markets with imperfect information. **The American Economic Review**, Princeton, v. 71, n. 3, p. 393 – 410, jun. 1981.

TIRYAKI, Gisele Ferreira. The impact of financial system development on business cycles volatility: cross-country evidence. **Journal of Macroeconomics**, Fairfax, v. 24, p. 233-253, 2002.

_____. A informalidade e as flutuações na atividade econômica. **Est. Econ.**, São Paulo, v. 38, n. 1, p. 97-125, jan./mar. 2008.

_____. **Análise de fatores**: passo a passo. Salvador: Universidade Federal da Bahia, 2014. 58 slides: color. Slides gerados a partir do software PowerPoint.

_____. A independência das agências reguladoras e o investimento privado no setor de energia de países em desenvolvimento. **Economia Aplicada**, v. 16, n. 4, p. 683-709, 2012.

TUSHAJ, Arjan. **Market concentration in the banking sector**: evidence from Albania.. Bamberg: Bamberg University, 2010. (BERG Working papers, n. 73).

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria**: uma abordagem moderna. 4. ed. São Paulo: Cengage, 2008. 725 p.

APÊNDICES

APÊNDICE A - Tabela 12 - Matriz de Correlação

VARIÁVEIS	BANKCAPASSET	LLY	PRIVATE	PRIVY	STOCKMKTCAP	STOCKMKTVLUE	ZSCORE	CONTCORRUP	GOVEFFECT	POLSTAB	RULELAW	REGQUAL	VOICE
BANKCAPASSET	1,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LLY	-0,468	1,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PRIVATE	-0,598	0,736	1,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PRIVY	-0,567	0,729	0,929	1,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
STOCKMKTCAP	-0,288	0,618	0,642	0,650	1,000	-	-	-	-	-	-	-	-
STOCKMKTVLUE	-0,303	0,369	0,579	0,636	0,782	1,000	-	-	-	-	-	-	-
ZSCORE	-0,208	0,246	0,327	0,296	0,233	0,244	1,000	-	-	-	-	-	-
CONTCORRUP	-0,526	0,467	0,761	0,719	0,578	0,568	0,261	1,000	-	-	-	-	-
GOVEFFECT	-0,571	0,511	0,792	0,760	0,586	0,584	0,273	0,964	1,000	-	-	-	-
POLSTAB	-0,394	0,358	0,565	0,531	0,370	0,328	0,122	0,811	0,798	1,000	-	-	-
RULELAW	-0,583	0,504	0,759	0,722	0,534	0,551	0,276	0,963	0,966	0,833	1,000	-	-
REGQUAL	-0,488	0,473	0,727	0,692	0,532	0,528	0,254	0,925	0,949	0,800	0,942	1,000	-
VOICE	-0,501	0,309	0,569	0,555	0,312	0,370	0,113	0,807	0,817	0,705	0,811	0,835	1,000

Fonte: Elaboração própria, 2014