

Panorama Macroeconômico

Segundo a Carta Fipe, está se abrindo um espaço para um afrouxamento da política monetária.

Rodrigo Celoto analisa os resultados das contas públicas nos primeiros 10 meses do ano, com destaque para a elevação do superávit primário no período (5,97% do PIB) em relação ao mesmo período do ano anterior (5,40% do PIB).

Roberto Luis Troster comenta a decisão do Copom de redução da taxa Selic em 0,5%, avalia a preocupação com o comportamento fiscal como um obstáculo à queda rápida dos juros, e recomenda uma reforma constitucional que flexibilize a ação fiscal do governo.

Hélio Nogueira da Cruz discute os resultados econômicos para o ano de 2005, como o crescimento aquém do esperado do PIB, e o bom desempenho do setor externo, apesar da valorização do real.

Cicely M. Amaral comenta as expectativas pessimistas para o setor agrícola em 2006, ligadas à valorização da moeda, à elevada taxa de juros e aos episódios de seca e febre aftosa, que contribuíram para a queda da renda do setor.

Antonio Lanzana avalia a queda no PIB de 1,2% no terceiro trimestre, bastante superior à prevista pelo mercado, e comenta as perspectivas para o ano de 2006.

Artigos

Antônio Campino e Flávia Machado avaliam o impacto da nutrição e do estado da saúde sobre o crescimento econômico e a formação do capital humano no Brasil.

André F. Montoro Filho analisa o comportamento da economia brasileira, em especial a complacência do mercado financeiro, em meio à atual crise política nacional.

Antonio Lanzana e Luiz Martins Lopes discutem por que, apesar de sua eficiência, a política de estabilização não conseguiu produzir resultados positivos para o crescimento do PIB, e as expectativas para os próximos anos.

Gilberto Tadeu Lima e Veridiana R. Carvalho analisam empiricamente o comportamento da taxa de crescimento econômico do Brasil ao longo do período 1930-2004, e concluem que existe uma forte dependência das contas externas.

Iraci Del Nero da Costa discorre sobre a centralidade da democracia e dos direitos de cidadania, e conjuga esses elementos à definitiva derrocada do socialismo, ao processo de globalização e ao comportamento dos EUA enquanto potência hegemônica.

Sidival Tadeu Guidugli analisa a política cambial do período do Plano Real, e a evidência da ocorrência de contágio à época da crise da Rússia de 1998.

PANORAMA MACROECONÔMICO

carta Fipe	3
finanças públicas	4
RODRIGO RODRIGUES CELOTO	
política monetária	6
ROBERTO LUIS TROSTER	
setor externo	7
HÉLIO NOGUEIRA DA CRUZ	
agricultura	8
CICELY M. AMARAL	
nível de atividade	10
ANTONIO LANZANA	

ARTIGOS

12	<u>o papel da saúde na formação de capital humano e na promoção do crescimento econômico no Brasil</u>
	ANTÔNIO CARLOS COELHO CAMPINO, FLÁVIA M. S. MACHADO
18	<u>a economia está blindada?</u>
	ANDRÉ FRANCO MONTORO FILHO
21	<u>estabilidade do investimento e crescimento em 2006 e próximos anos</u>
	ANTONIO LANZANA, LUIZ MARTINS LOPES
24	<u>restrição externa e crescimento econômico no Brasil: alguns resultados empíricos</u>
	GILBERTO TADEU LIMA, VERIDIANA RAMOS CARVALHO
28	<u>a democracia e os direitos de cidadania apontam para além do capitalismo</u>
	IRACI DEL NERO DA COSTA
31	<u>contágio, câmbio e fascínio</u>
	SIDIVAL TADEU GUIDUGLI

AS IDÉIAS E OPINIÕES EXPOSTAS NOS ARTIGOS SÃO DE RESPONSABILIDADE EXCLUSIVA DOS AUTORES, NÃO REFLETINDO A OPINIÃO DA FIPE

Fundação Instituto de
Pesquisas Econômicas

INFORMAÇÕES FIPE É UMA PUBLICAÇÃO MENSAL
DE CONJUNTURA ECONÔMICA DA FUNDAÇÃO

ISSN 1234-5678

CONSELHO CURADOR

Maria Cristina Cacciamali (Presidente)
André Franco Montoro Filho
Andrea Sandro Calabi
Hélio Nogueira da Cruz
Joaquim José Martins Guilhoto
Ricardo Abramovay
Simão Davi Silber

DIRETORIA

DIRETOR PRESIDENTE

Carlos Antonio Luque

DIRETOR DE PESQUISA

Eduardo Haddad

DIRETOR DE CURSOS

Paulo Picchetti

PÓS-GRADUAÇÃO

Vera Lucia Fava

SECRETARIA EXECUTIVA

Domingos Pimentel Bortoletto

COORDENAÇÃO DE PUBLICAÇÕES -
SUPERVISÃO EDITORIAL E PRODUÇÃO

Eny Elza Ceotto

EDITOR CHEFE

Gilberto Tadeu Lima

CONSELHO EDITORIAL

Ivo Torres
Lenina Pomeranz
Luiz Martins Lopes
José Paulo Z. Chahad
Maria Cristina Cacciamali
Maria Helena Pallares Zockun
Simão Davi Silber

ASSISTENTES

Maria de Jesus Soares
Luís Dias Pereira

PROGRAMAÇÃO VISUAL E COMPOSIÇÃO

Sandra Vilas Boas



carta Fipe



A divulgação da queda de 1,2% do PIB brasileiro no terceiro trimestre deste ano provocou uma onda de pessimismo e aumento das críticas à política econômica. Isso foi fortalecido pela divulgação, pelo IBGE, dos números de produção industrial e das vendas do comércio varejista em outubro último. Com isso, a maioria dos analistas reviu a estimativa de crescimento do PIB para cerca de 2,5% no ano como um todo. Evidentemente, isto é muito pouco em termos de contribuição para a solução dos graves problemas de emprego e renda da população brasileira, além de nos colocar bem abaixo do crescimento da maioria dos países emergentes.

De outro lado, adotando-se uma outra perspectiva, isto é, o padrão brasileiro de crescimento dos últimos vinte anos, os números esperados para 2006 são bastante razoáveis. A mediana das expectativas de mercado, de acordo com o último relatório do Banco Central, é de um crescimento de 2,53% em 2005 e de 3,50% em 2006. Apesar da baixa taxa de crescimento de 2005, o País estará inaugurando um período contínuo de crescimento acima de 2,0% em três anos, raridade nos pequenos ciclos dos últimos vinte anos. É claro que o ideal seria que, com ajustes na política econômica, essa taxa de crescimento possa, gradualmente, ser aumentada para 5,0-6,0% ao ano. Aí, sim, os graves problemas sociais, de emprego e renda, poderiam ir sendo atenuados.

Pode-se argumentar que o Banco Central está agindo criteriosamente, fazendo uma sintonia fina da política monetária (redução para 18,0% da taxa SELIC agora em dezembro), além do fato de que ocorreu uma vigorosa expansão do crédito ao consumo nos últimos dois anos. Entretanto, os fluxos do crédito (novos

empréstimos) já se apresentam com estabilidade nominal desde maio (à pessoa física), enquanto o saldo comercial dessazonalizado já está caindo na margem desde agosto. O risco-País está no menor nível de sua história. Estes indicadores apontam na direção de um espaço para um afrouxamento da política monetária como nunca houve desde a desvalorização do real em janeiro de 1999.

É certo que o País ainda não encontrou o caminho de um crescimento vigoroso. É urgente que o faça, inclusive aproveitando a situação prevista para a economia mundial ainda em 2006. Todavia, ele parece ter encontrado o caminho da estabilidade. A inflação esperada para 2005, de 5,68%, é apenas um pouco acima da meta de 5,1%. A de 2006, prevista em 4,5%, é rigorosamente igual à meta. Quem viveu o nosso passado inflacionário (quase hiper) saberá bem avaliar esses resultados. O desafio à frente é chegar-se a uma taxa de juros real substancialmente menor que a atual (cerca de 13,0%).

A política fiscal, por sua vez, tem avançado lentamente em aspectos tributários e no de controle e qualidade dos gastos públicos. Entretanto, ela avançou no compromisso de manutenção de superávits primários necessários para o controle da relação dívida/PIB. O endividamento externo declinou expressivamente nos últimos sete anos e a política de câmbio flutuante deverá manter o País em uma trajetória de endividamento externo sustentável e coerente com um baixo risco-País. 2006 será um ano eleitoral muito importante. Importante também será aproveitá-lo para um positivo debate sobre como chegarmos a um vigoroso crescimento.



finanças públicas

dezembro de 2005

informações fipe

Resultado do Tesouro Nacional

O crescimento nominal da receita total nos primeiros dez meses do ano foi de 16% contra os dez meses do ano anterior, saltando de R\$ 338,71 bilhões para R\$ 392,75 bilhões. A receita do Tesouro cresceu 16,1% e a da previdência cresceu 15,3%. Considerando que a inflação acumulada em 12 meses até outubro foi de aproximadamente 6% e que o PIB cresceu em torno de 3%, houve um aumento da carga tributária federal.

As transferências aumentaram 20,8%, resultando num crescimento da receita líquida de 15,0%, passando de R\$ 283,71 bilhões para R\$ 326,29 bilhões.

As despesas, por sua vez, tiveram um acréscimo de 14,8%, sendo o crescimento das despesas com pessoal e encargos de 6,5%, com benefícios previdenciários de 16,6% e com custeio e capital de 20,2%.

O resultado primário do Governo Central saltou de R\$ 50,37 bilhões nos primeiros dez meses do ano passado para R\$ 58,37 bilhões no mesmo período deste ano, um crescimento de 15,9%. Do resultado primário nos dez primeiros meses de 2005, o Tesouro contribuiu com um superávit de R\$ 86,25 bilhões, a Previdência com um déficit de R\$ 27,63 bilhões e o Banco Central com um déficit de R\$ 249,40 milhões.

Necessidade de Financiamento do Setor Público

O superávit primário do setor público nos primeiros dez meses do ano pelo critério abaixo da linha foi de

tabela 1 - resultado do Tesouro Nacional - R\$ milhões

	Janeiro-Outubro		
	2004	2005	% 05/04
Receita Total	338.712	392.750	16,0%
Receitas do Tesouro	264.979	307.658	16,1%
Receita da Previdência	72.766	83.903	15,3%
Transferências	54.994	66.453	20,8%
Receita Líquida	283.718	326.296	15,0%
Despesa Total	233.343	267.925	14,8%
Pessoal e encargos	65.868	70.119	6,5%
Benefícios previdenciários	95.687	111.538	16,6%
Custeio e Capital	70.156	84.328	20,2%
Transferências ao Banco Central	495	503	1,6%
Despesas do Banco Central	1.138	1.437	26,3%
Resultado Primário Governo Central	50.375	58.371	15,9%
Tesouro Nacional	73.467	86.256	17,4%
Previdência Social	(22.921)	(27.635)	20,6%
Banco Central	(171)	(249,40)	45,6%
Resultado Primário Governo/PIB	3,49%	3,67%	5,2%

Fonte: STN.

R\$ 95,05 bilhões (5,97% do PIB), o que corresponde a um aumento em relação aos R\$ 77,97 bilhões (5,40% do PIB) do mesmo período do ano passado.

Os juros nominais dos dez primeiros meses do ano foram maiores que os do mesmo período do ano passado, subindo de 106,37 bilhões (7,37% do PIB) para R\$ 133,49 bilhões (8,39% do PIB).

O resultado nominal resultante foi um déficit de R\$ 38,43 bilhões (2,41% do PIB) no período contra R\$ 28,39 bilhões (1,97% do PIB) no mesmo período de 2004.

tabela 2 - necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	R\$ milhões Correntes			% PIB		
	2004		2005	2004		2005
	Jan-Out	Ano	Jan-Out	Jan-Out	Ano	Jan-Out
Nominal	28 398	47 144	38 436	1,97	2,67	2,41
Governo central	12 356	27 033	52 109	0,86	1,53	3,27
Governo federal ^{1/}	16 087	32 976	51 145	1,11	1,87	3,21
Bacen	-3 731	-5 943	964	-0,26	-0,34	0,06
Governos regionais	27 870	33 982	- 779	1,93	1,92	-0,05
Governos estaduais	22 522	27 497	-1 074	1,56	1,56	-0,07
Governos municipais	5 349	6 485	296	0,37	0,37	0,02
Empresas estatais	-11 828	-13 872	-12 894	-0,82	-0,79	-0,81
Empresas estatais federais	-12 663	-14 645	-11 402	-0,88	-0,83	-0,72
Empresas estatais estaduais	727	642	-1 602	0,05	0,04	-0,10
Empresas estatais municipais	108	132	110	0,01	0,01	0,01
Juros nominais	106 370	128 256	133 491	7,37	7,26	8,39
Governo central	65 374	79 419	111 895	4,53	4,50	7,03
Governo federal ^{1/}	69 276	85 698	111 180	4,80	4,85	6,98
Bacen	-3 903	-6 279	714	-0,27	-0,36	0,04
Governos regionais	44 298	51 464	19 982	3,07	2,91	1,26
Governos estaduais	37 738	43 558	16 305	2,61	2,47	1,02
Governos municipais	6 560	7 906	3 677	0,45	0,45	0,23
Empresas estatais	-3 302	-2 626	1 614	-0,23	-0,15	0,10
Empresas estatais federais	-6 301	-5 708	- 205	-0,44	-0,32	-0,01
Empresas estatais estaduais	2 828	2 887	1 632	0,20	0,16	0,10
Empresas estatais municipais	171	194	187	0,01	0,01	0,01
Primário	-77 971	-81 112	-95 055	-5,40	-4,59	-5,97
Governo central	-53 018	-52 385	-59 786	-3,67	-2,97	-3,76
Governo federal	-76 110	-84 707	-87 670	-5,27	-4,79	-5,51
Bacen	171	336	249	0,01	0,02	0,02
INSS	22 921	31 985	27 635	1,59	1,81	1,74
Governos regionais	-16 427	-17 482	-20 761	-1,14	-0,99	-1,30
Governos estaduais	-15 216	-16 060	-17 380	-1,05	-0,91	-1,09
Governos municipais	-1 211	-1 422	-3 381	-0,08	-0,08	-0,21
Empresas estatais	-8 526	-11 245	-14 508	-0,59	-0,64	-0,91
Empresas estatais federais	-6 362	-8 937	-11 196	-0,44	-0,51	-0,70
Empresas estatais estaduais	-2 101	-2 245	-3 234	-0,15	-0,13	-0,20
Empresas estatais municipais	- 63	- 62	- 77	0,00	0,00	0,00

Fonte: BCB.

Notas: 1 - Inclui o INSS. (+) déficit (-) superávit.

(*) Economista – Participante do Grupo de Conjuntura da FIPE.



política monetária

dezembro de 2005

informações fipe

A última reunião do Copom foi controversa. O consenso era de que haveria uma redução da taxa, mas os analistas estavam divididos entre a maioria que previa um corte de 0,50% e outros que anteciparam uma queda de 0,75%. A decisão também foi dividida: seis diretores votaram a favor de um corte de 0,50% e dois por uma redução de 0,75%. Pontualmente, foi a decisão correta.

É fato que o cenário externo favorável permitia uma redução maior. Tudo indica que o processo de alta dos juros americanos ou terminou, ou está em vias de acabar; os fluxos de recursos para países emergentes estão abundantes; o cenário político não é turbulento e o diferencial de juros permite diminuições consideráveis das taxas.

O quadro conjuntural interno possibilitava uma diminuição de 0,75%. A atividade econômica não está aquecida, a inflação está sob controle e as expectativas estão convergindo para a meta.

Entretanto, a preocupação com o comportamento fiscal em 2006 prescreveu precaução. O ponto a destacar é que o atual ajuste fiscal – a elevação do superávit primário – está sendo obtido via um aumento de receita, e não a um corte de despesas. Em termos reais, os gastos do governo estão aumentando. Há o receio de que possa haver um abrandamento fiscal por causa das eleições, o que comprometeria o ciclo de redução dos juros.

Uma aceleração atabalhoada dos cortes, sem uma certeza do desempenho fiscal em 2006, pode antecipar o fim do processo.

O fraco desempenho fiscal é o maior obstáculo para uma queda rápida e duradoura dos juros. Neste sen-

tido, um proposta de reforma constitucional visando afrouxar as vinculações de 1988, que engessam a ação fiscal do governo, é oportuna. O governo da União federal pode administrar apenas um quinto de cada aumento de arrecadação. O restante já vem carimbado. Por que?

É oportuno lembrar que mudanças no arcabouço monetário – indexação, compulsórios e tributação – contribuiriam para baixar o patamar dos juros.

A indexação na dívida pública tem um efeito perverso na efetividade da política monetário-financeira: a cada elevação dos juros há um aumento na renda disponível, dos detentores da dívida pública pós-fixada, pressionando, em vez de arrefecer, a demanda agregada.

O uso do compulsório, já abolido em vários países, é justificado aqui por razões fiscais. Com um recolhimento elevado a um custo mais baixo que a taxa de mercado, tributa-se o setor bancário. A questão é que parte da incidência é dos tomadores de crédito e há uma diminuição na efetividade da política monetária que pressiona as taxas de juros.

A tributação das operações financeiras emperra os mecanismos de transmissão da política monetária. É premente uma racionalização nos impostos da intermediação.

Mudanças na estrutura fiscal e no arcabouço monetária são condições para juros baixos. Baixar o patamar dos juros está na ordem do dia.

(*) Fipe, Febraban e PUC-SP.



Os resultados alcançados na área econômica do País neste ano são decepcionantes. O PIB deverá apresentar crescimento inferior a 3%, devido, principalmente, à queda de 1,2% verificada pelo IBGE no terceiro trimestre. A taxa de juros elevadíssima seguramente contribuiu para a redução da taxa de inflação ao mesmo tempo que inibiu os investimentos e, portanto, a atividade econômica. O resultado positivo, mais uma vez, veio do setor externo, com crescimento das exportações, das importações e do superávit comercial, apesar da valorização continuada do real, mas contando com o estímulo do cenário internacional favorável. O ano de 2005 foi prejudicado pela turbulência política associada às CPIs e cassações de mandatos. A manutenção da política econômica do Banco Central e do Ministério da Fazenda foi a forma de evitar maior deterioração do quadro econômico de curto prazo.

No mês de novembro ocorreu superávit na balança comercial de US\$ 4,09 bilhões, decorrente de exportações de US\$ 10,7 bilhões e importações de US\$ 6,7 bilhões. No acumulado de janeiro a novembro, o saldo é de US\$ 40,4 bilhões, com exportações de US\$ 107,4 bilhões e importações de US\$ 67,0 bilhões e crescimento de 23,1% e 17,2%, respectivamente, em relação a igual período de 2004. No período de 12 meses o superávit é de US\$ 43,9 bilhões. Deverão ser ultrapassadas as metas de US\$ 117 bilhões de exportações e de US\$ 42 bilhões de superávit comercial para este ano.

O crescimento econômico para 2006 apresenta-se mais favorável que o verificado em 2005. A economia brasileira deve crescer mais de 3%, devido principalmente ao crescimento da demanda agregada decorrente do aumento dos gastos públicos, pois é um ano de eleições, e ao crescimento das exportações

associado ao crescimento da economia mundial, que se beneficia principalmente do forte crescimento da economia norte-americana e dos países emergentes e também pelos efeitos positivos da esperada redução da taxa de juros.

O calendário político indica que os esforços para aprofundar as reformas institucionais na área fiscal devem avançar muito pouco no próximo ano. O estabelecimento de um cenário mais propício aos investimentos de longo prazo também fica prejudicado. Desta forma, somente o lento avanço de modificações estruturais em curso, tais como a evolução da população que cresce menos que no passado, que é cada vez menos jovem e mais escolarizada, e a adoção, cada vez mais generalizada, de novas tecnologias, sobretudo na área da telemática, e o aumento da integração econômica internacional é que estão promovendo alterações mais significativas no País.

Os três anos de mandato do presidente Luis Inácio Lula da Silva mostraram continuidade em relação ao seu antecessor, marcada pela política econômica ortodoxa do Ministério da Fazenda e do Banco Central. Desta forma, consolidaram-se resultados na área da inflação e grandes avanços na integração internacional. Mas as esperanças de políticas mais ousadas, que garantissem o desenvolvimento sustentado, tais como os estímulos para investimentos de infra-estrutura, ficaram muito aquém do desejável. De qualquer forma, a relativa calma no cenário econômico-financeiro exorcizou muitos fantasmas associados à presença de um governo de esquerda, aprofundando a democracia no País.

(*) Professor da FEA-USP.



agricultura

A exemplo de outras áreas da economia, o pessoal com interesse direto na agricultura começa a aumentar seu grau de aversão a risco, refletido no pessimismo que já se observa por meio de vários veículos da imprensa. Variação no grau do risco percebido pelos agentes ligados à agricultura não deveria trazer surpresas, na medida em que o setor se caracteriza por flutuações inesperadas de oferta (condições naturais), nas condições de estocagem, nos volumes consumidos. A instabilidade decorrente contribui para tornar complexa a formação de expectativas.

As razões para o pessimismo, apresentadas na mídia, estão ligadas desta vez à valorização do real, à taxa de juros alta com crédito escasso, à elevação do custo de produção na safra 2004/2005, à seca que atingiu o Sul do País em 2005, ao problema causado pela febre aftosa no setor pecuário, entre outras razões que contribuíram para a queda de renda no setor. Acresce a tudo isso o fracasso nas negociações da Organização Mundial do Comércio.

As conseqüências para a próxima safra (2005/2006) já se mostram em alguns dos indicadores principais: a área cultivada pode vir a cair 5% em relação à safra 2004/2005, a venda de fertilizantes deve cair 17%, a venda de defensivos deve cair 20% e a previsão para máquinas e equipamentos é de queda de 40% em relação ao ano passado. É possível que, de um total de 46.7 milhões na última safra, aproximadamente 2.6 milhões de hectares deixem de ser cultivados. As culturas mais atingidas serão a do algodão, amendoim, arroz, mamona, soja e trigo.

Apesar de todos os pontos negativos apontados, a produção agrícola esperada pelo IBGE é ainda de 126.6 milhões de toneladas de grãos (cerca de 12% superior à safra passada). O que poderia explicar este

paradoxo? Certamente, as queixas no setor não correspondem à redução relevante nos incentivos à produção. A queda esperada no uso de insumos agrícolas, se for efetiva, deve refletir a flexibilidade tecnológica na agricultura, que possibilita uma mudança no *mix* tecnológico sem afetar a produtividade agrícola no curto prazo. Embora as taxas de juros e o valor do Real sejam reconhecidamente altas, há tempo esses valores estão em níveis altos, e não impediram o bom comportamento da agricultura nos últimos anos.

(*) Professor da FEA-USP.



Os resultados recentemente divulgados acerca do comportamento do PIB no 3º trimestre do ano surpreenderam negativamente os analistas, levando a um acirramento das críticas em relação à intensidade da política monetária praticada pelo governo. A queda dessazonalizada de 1,2% no 3º trimestre de 2005, em relação ao trimestre anterior, foi muito acima dos -0,3% previstos pelo mercado.

tabela 1 – principais resultados do PIB a preços de mercado do 3º trimestre de 2004 ao 3º trimestre de 2005

Taxas (%)	3º Trim 2004	4º Trim 2004	1º Trim 2005	2º Trim 2005	3º Trim 2005
Acumulado ao longo do ano/ mesmo período do ano anterior	5,0	4,9	2,8	3,4	2,6
Últimos quatro trimestres/ quatro trimestres imediatamente anteriores	4,0	4,9	4,6	4,4	3,1
Trimestre / mesmo trimestre do ano anterior	5,9	4,7	2,8	4,0	1,0
Trimestre / trimestre imediatamente anterior (com ajuste sazonal)	1,4	0,8	0,2	1,1	-1,2

Fonte: IBGE.

Como se pode observar na Tabela 1, em relação ao mesmo período de 2004, o 3º trimestre registra expansão de 1,0% e no acumulado do ano o crescimento é de 2,6%, também em relação ao mesmo período do ano anterior.

A partir dos resultados divulgados pelo IBGE, pelo menos três questões merecem uma avaliação: a) quais os fatores que estariam explicando essa queda tão forte?; b) esta é uma tendência que se manterá para o final do ano?; e c) o que se pode esperar do comportamento final do PIB em 2005 e quais as perspectivas para 2006?

No que se refere ao primeiro aspecto, pode-se certamente identificar na política de juros (que manteve

os juros reais nos patamares mais elevados desde a adoção da política econômica atual em 1999) grande parte da explicação. Mas não se pode negar também que a crise política trouxe aspectos negativos na demanda agregada ao aumentar as incertezas dos consumidores e dos empresários. Embora muitos elogios tenham sido feitos à política econômica no sentido de que a economia estava blindada em relação à crise política, a verdade é que o lado financeiro realmente ficou blindado, na medida em que juros altos e elevado superávit primário garantiram o fluxo de recursos internacionais para o País, apreciando o câmbio e reduzindo o risco Brasil.

Ao se analisar, porém, o lado real da economia, observa-se que a situação é muito diferente. Como mostram os dados da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (FECOMERCIO), o índice de confiança do consumidor despencou nos meses que se seguiram à crise. Do lado dos empresários, os reflexos da crise política podem ser observados na própria queda da formação bruta de capital fixo (-0,9% no 3º trimestre, em relação ao mês anterior), lembrando que no 2º trimestre o crescimento havia sido de 4,7% (para o mesmo tipo de comparação). E mais, as informações já disponíveis para outubro mostram queda dessazonalizada de 3,9% na produção de bens de capital, relativamente ao mês anterior. O próprio IPEA, que esperava um crescimento de 5,3% nos investimentos em 2005, recuou sua previsão para modestos 0,9%.

No que se refere à tendência para o final do ano, alguns indicadores já permitem concluir que o último trimestre do ano deverá ser mais favorável, com crescimento do PIB ao redor de 1,0%, em relação ao trimestre anterior.

Os dados relativos à produção industrial, embora registrem crescimento insignificante em outubro

(variação dessazonalizada de 0,1% em relação a setembro), mostram pelo menos a suspensão da tendência de queda. Em relação ao mesmo mês do ano passado, a produção industrial de outubro registra crescimento

de 0,4%; no período janeiro-outubro (relativamente ao mesmo período de 2004) a expansão é de 3,4%. Já o indicador dos últimos doze meses confirma a desaceleração (4,1% em outubro, contra 4,4% em setembro).

tabela 2 – indicadores da produção industrial por categoria de uso – Brasil, outubro/2005

Categorias de Uso	Mês/Mês*	Variação (%)		
		Mensal	Acumulado no ano	Acumulado 12 Meses
Bens de Capital	-3,9	2,1	3,2	4,0
Bens Intermediários	0,1	-0,6	1,1	2,2
Bens de Consumo	1,3	1,8	6,7	7,0
- Duráveis	2,8	2,7	12,6	13,5
- Semiduráveis e não-Duráveis	0,5	1,6	5,1	5,3
Indústria Geral	0,1	0,4	3,4	4,1

Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Indústria.

(*) série com ajuste sazonal.

Desagregando-se as informações por categoria de uso, pode-se perceber que:

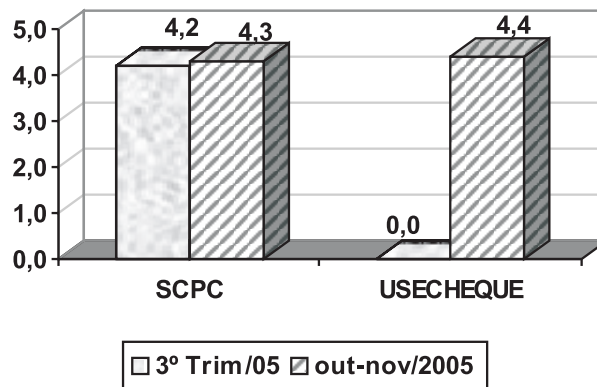
- O segmento de bens de capital voltou a registrar declínio, com retração de 3,9% (outubro em relação a setembro), indicando, de certa forma, que as perspectivas de investimento não se mostraram favoráveis, como já foi destacado.
- O setor de bens de consumo duráveis interrompeu uma queda de 17,3% acumulada em três meses, e voltou a crescer (2,8%), comandado principalmente por automóveis e telefones celulares, dado que os eletrodomésticos continuaram mostrando queda. Mesmo assim, é importante destacar a desaceleração no ritmo de crescimento dos duráveis: 2,7% em outubro, relativamente ao mesmo período de 2004, contra 12,8% no acumulado do ano, para o mesmo tipo de comparação.

Como observação geral, vale destacar que embora o resultado de outubro não possa ser considerado favorável, dado que se estabilizou em patamares baixos, há possibilidade do último trimestre do ano apontar resultado mais favorável, fazendo com que a indústria encerre o ano com cerca de 3,5% de crescimento.

Essas conclusões são baseadas na evolução do comércio varejista no município de São Paulo, a partir das

informações da Associação Comercial de São Paulo. Como se pode observar no gráfico a seguir, embora o comportamento das vendas a prazo (medido pelo número de consultas ao SCPC) tenha praticamente se mantido nos meses de outubro e novembro, a mesma tendência do 3º trimestre (crescimento de 4,3% e 4,2%, respectivamente, em relação ao mesmo período do ano anterior), as vendas a vista (medida pelo número de consultas ao telecheque) mostram aceleração forte no bimestre outubro-novembro (4,4% contra 0,0% no 3º trimestre, para a mesma comparação).

gráfico 1 – indicadores do comércio – município de São Paulo (var. % em relação ao mesmo período do no anterior)



Fonte dos Dados Brutos: ACSP.

Há que se destacar também a reversão da queda do índice de confiança do consumidor a partir de outubro.

Apesar da ligeira tendência de melhora esperada para o último trimestre, a expectativa é de encerrar o ano com expansão do PIB de 2,5%, exatamente a média de crescimento que o País registra desde o início do Plano Real em 1994. Este resultado ratifica a conclusão de que a política econômica atual garante a estabilização (interna e externa), mas é incapaz de gerar crescimento razoável, mesmo diante de condições externas tão favoráveis.

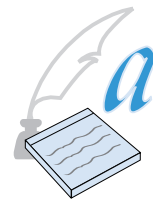
Para 2006, é possível esperar uma maior taxa de crescimento do PIB, desde que a sucessão presidencial ocorra sem grandes traumas (leia-se possibilidade de vitória de candidato aceito pelo mercado). No plano externo, as condições devem se manter favoráveis, com crescimento da economia mundial (mesmo que num ritmo um pouco menor) e liquidez, que poderá não ser tão alta, mas continuará favorável.

Como a inflação contará com um fator importante, que é o baixo dos preços administrados (em função da variação do IGP nesse ano), a redução das taxas de juros poderá ser mais acelerada. Além disso, deve-se esperar uma ampliação dos gastos públicos, com provável redução do superávit (o que comprometerá a trajetória da dívida pública, mas, de qualquer forma, ampliará a demanda em 2006).

Como há capacidade ociosa na economia nesse final de ano, essa ampliação da demanda agregada poderá levar a um crescimento do PIB de 3,5% em 2006. Mas mesmo assim continuaremos crescendo abaixo do mundo e cerca de metade da expansão dos emergentes.

(*) *Professor da FEA-USP.*

Os artigos do Panorama Macroeconômico foram escritos entre 09 e 15/12/05.



ANTÔNIO CARLOS COELHO CAMPINO (*)
FLÁVIA M. S. MACHADO (**)

o papel da saúde na formação de capital humano e na promoção do crescimento econômico no Brasil¹



dezembro de 2005

informações fipe

Introdução

O objetivo principal do artigo é avaliar o impacto da nutrição e do estado de saúde da população sobre a formação de capital humano, crescimento econômico de longo prazo e desenvolvimento social no Brasil.

A estatura do indivíduo foi empregada como *proxy* para investimento em formação de capital humano feito no indivíduo pela família e pelo governo, como expresso por Fogel (2001). Dados populacionais referentes a adultos na faixa etária entre 19 e 59 anos de idade foram empregados, considerando-se que indivíduos de tal grupo etário encontram-se no ápice da atividade econômica. Indivíduos com idade superior a 60 anos não foram incluídos no estudo, tendo em vista a dificuldade em obter mensuração precisa da estatura em tal faixa etária.

A base de dados analisada foi a Pesquisa de Padrões de Vida (PPV), pesquisa domiciliar conduzida entre os anos de 1996 e 1997 nas regiões Nordeste e Sudeste do Brasil pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A PPV inclui dados sobre idade, estatura, peso, auto-avaliação do estado de saúde, grau de instrução e renda da população. (IBGE, 1998).

Capital Humano e Desenvolvimento Econômico

O capital humano “é a mais fundamental fonte de crescimento econômico. É uma fonte tanto de elevação da produtividade quanto de avanço tecnológico.” (Parkin, 2000, p. 230). Investimento em capital humano, tal como definido pelo criador da teoria do capital humano, Gary Becker, é a aplicação de recursos em pessoas, que influencia a renda real futura. (Becker, 1995, p. 36).

Uma das principais formas de investimento em capital humano são os gastos em educação. É comprovado que estes gastos constituem uma das principais variáveis explicativas da taxa de crescimento de um país. Um dos primeiros estudos na área tem demonstrado que 40% da taxa de crescimento norte-americana, no período compreendido entre 1929 e 1957, pode ser atribuída a gastos em educação. (Dennison, 1967; Dennison, 1974). Entretanto, a teoria do capital humano apresenta restrições. Por exemplo, o investimento em educação, após implementação, não pode ser comercializado. Tais aspectos têm sido discutidos desde o princípio da teoria do capital humano. (Shaffer, 1968).

Inúmeros estudos realizados em países em desenvolvimento têm demonstrado a existência de significativa

relação entre educação e saúde da geração seguinte, medida em termos de expectativa de vida. (Caldwell, 1986; Cochrane *et al.*, 1982; D'Souza e Bhuiya, 1982; Le Vine, 1987, citado por McMahon, 1999, p. 82).

A hipótese primordial consiste em que o aumento do conhecimento e a elevação potencial dos rendimentos obtidos por meio da educação possibilitam aos pais a provisão de um ambiente mais saudável para as respectivas famílias, embora os mecanismos pelos quais tais mudanças ocorrem ainda não sejam claros. (Le Vine, 1987; Eisemon, 1988, citado por McMahon, 1999, p. 83). As regressões estimadas por McMahon demonstram que as taxas de mortalidade infantil são dependentes do grau de instrução materno. (McMahon, 1999, p. 84).

Becker e Tomes assumem um posicionamento diferente no artigo *"Human Capital and the Rise and Fall of Families"* (Becker e Tomes, 1986), desenvolvendo um modelo de transmissão de rendimentos, bens e consumo, de ascendentes a descendentes. O estudo de Becker e Tomes (1986, p. 373) é teórico, mas os autores examinaram um conjunto de estudos empíricos sobre a relação entre rendimentos e bens de pais e filhos e observaram que as estimativas da maioria dos estudos indicam que um incremento de 10% nos rendimentos dos pais resulta em elevação inferior a 2% nos rendimentos dos filhos. (Becker e Tomes, 1986, p. 366). Os autores concluem que *"quase todas as vantagens e desvantagens de ascendentes são perdidas em três gerações. Pobreza não parece ser uma "cultura" que persista por diversas gerações."* (Becker e Tomes, 1986, p. 373).

A análise de Becker e Tomes apresenta idéias interessantes, mas não busca explicitar em que medida o investimento em capital humano (como, por exemplo, gastos em saúde e educação) deve ser realizado para se obter resultados expressivos, ou como tais gastos devem ser combinados. Finalmente, o artigo não especula sobre o mecanismo pelo qual a herança de dotação e o capital humano resultam em herança de determinado nível de renda.

Em tal sentido, uma contribuição importante foi dada por Fogel, que associou *"movimentos agregados na estatura dos adultos a mudanças de longo prazo nos padrões de vida, inclusive renda, mortalidade e ...morbidade."* (Strauss e Duncan, 1998, p. 768). O *insight* de Fogel residia no uso da estatura e variações na medida de estatura populacional, como medidas de investimento prévio em capital humano. A lógica de tal indicação será apresentada posteriormente, mas deve-se ressaltar a importância de tal idéia. Fogel sugeriu um modo simples, mas preciso, de medir investimentos passados em capital humano por meio dos resultados obtidos. Se a família e o Estado investirem na criança, ela deverá crescer na totalidade do seu potencial biológico, caso contrário, ela não crescerá de acordo com esse potencial.

Strauss e Duncan (1998), tendo como base Fogel, observaram que a capacidade de geração de renda dos indivíduos mais pobres poderia ser melhorada por meio de investimentos no setor saúde (Strauss e Duncan, 1998, p. 767) e que há *"correlações entre saúde e rendimentos do trabalho."* A comparação da evolução da estatura de homens e mulheres em quatro países (Estados Unidos, décadas de 1910 a 1950; Brasil, décadas de 1910 a 1950; Costa do Marfim, décadas de 1920 a 1970; e Vietnã, décadas de 1920 a 1970), realizada pelos autores, conclui que *"enquanto os incrementos seculares em estatura são semelhantes nos quatro países, os déficits em estatura entre tais países são significativamente altos."* (Strauss e Duncan, 1998, p. 770).

Os autores ressaltam que *"recentemente, progresso substancial tem sido feito na documentação da existência de nexo causal entre saúde e salários e produtividade em países em desenvolvimento usando métodos experimentais e não-experimentais"* e que *"a saúde apresenta maiores retornos a baixos incrementos e (talvez) em ocupações que exigem maior força física. Com o desenvolvimento econômico, tais tipos de emprego diminuirão, e pode-se esperar que a importância do impacto de melhor saúde no mercado de trabalho deve declinar, especialmente em relação à importância do impacto do nível de educação e aquisição de habilidades."*

No caso brasileiro, resultados de diversas pesquisas conduzidas por Monteiro *et al.* (1993), a partir de dados do Estudo Nacional de Despesa Familiar (ENDEF) e da Pesquisa Nacional de Saúde e Nutrição (PNSN), demonstram que a estatura de adultos jovens e crianças é inferior aos dados apresentados no *National Center for Health Statistics* (NCHS), adotado como padrão pela Organização Mundial da Saúde; entretanto, o déficit registrado tem decrescido paulatinamente ao longo do tempo. A redução do déficit de estatura foi de aproximadamente 15% entre a população adulta jovem nascida entre 1951/1953 e 1966/1968 e de cerca de 50% entre crianças nascidas entre 1966-1968 e 1982-1983.

Metodologia

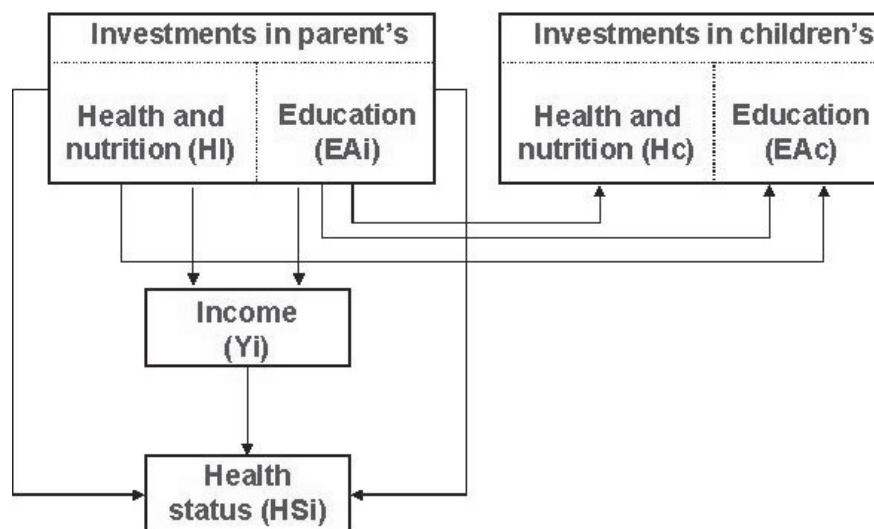
A linha metodológica seguida refere-se às propostas desenvolvidas por Fogel (2001) e Barro (1996, p. 453-

461). A principal diretriz da análise é a identificação do impacto do investimento em formação de capital humano em dois pontos privilegiados do desenvolvimento humano:

- (a) durante a infância, investimentos em saúde e nutrição; e
- (b) durante a idade escolar, investimentos em educação formal.

As variáveis *proxies* escolhidas para avaliação do resultado obtido com o investimento em capital humano foram a renda e o estado de saúde do indivíduo. Tal linha de análise é expressa na coluna esquerda do Diagrama 1.

diagrama 1 – impacto e transmissão intergeracional do investimento em capital humano sobre a renda e o estado de saúde de um indivíduo



A população analisada consiste de adultos entre 20 e 59 anos de idade pesquisados no âmbito da PPV. O indicador de investimento em capital humano realizado pela família e/ou Estado (Fogel, 2001) durante a infância é a estatura final alcançada pelo indivíduo, e o indicador de investimento em capital humano até o final da adolescência é o nível de instrução formal, em número de anos de escolaridade do indivíduo.

A estatura (expressa em centímetros) mede o crescimento linear do indivíduo e é, indiretamente, o indicador de condições de saúde e estado nutricional durante a infância e adolescência no ambiente em que o indivíduo foi criado durante os dois primeiros anos de vida e mede, assim, o investimento em capital humano realizado em um indivíduo durante os primeiros estágios da vida. O nível educacional (expresso

em anos de estudo) é uma medida do investimento em capital humano feito no indivíduo após a infância e até a fase adulta.

Os indicadores de resultado quanto aos investimentos em saúde e nutrição realizados durante a infância e adolescência são: (a) grau de instrução do indivíduo; (b) renda (produtividade) do trabalho; e (c) estado de saúde geral (escala auto-referida de um a cinco, sendo um equivalente a péssimo e cinco equivalente a excelente). Os indicadores de resultado do investimento em educação formal são a renda do trabalho e o estado de saúde.

Outras variáveis empregadas no estudo foram: idade do indivíduo (expressa em meses), gênero do indivíduo (masculino ou feminino), região (Nordeste ou Sudeste) e área (urbana ou rural). Tais variáveis de controle foram incluídas para expressar possíveis associações com variáveis explicativas não inclusas no modelo, tais como oferta de serviços de saúde e variáveis ambientais.

Uma segunda linha de análise, expressa pela coluna à direita do Diagrama 1, foi desenvolvida para investigar o mecanismo de transmissão intergeracional de investimentos em saúde, nutrição e educação. Dentro de tal contexto, famílias formadas por pai e mãe na faixa etária entre 20 e 59 anos de idade mais uma criança entre dois e sete anos de idade ou entre 15 e 21 anos de idade foram selecionadas na amostra da PPV.

A segunda fase do estudo consistiu em estimar um grupo de regressões com base em modelos que permitem a análise dos mecanismos principais de transmissão intergeracional de capital humano. Renda familiar *per capita*, idade da criança, área e região foram os dados empregados como variáveis de controle nos modelos estimados. A idade da criança foi usada como controle para identificar: (a) possíveis variações no estado nutricional da criança (z-score) de acordo com a faixa etária; (b) associação entre idade e nível educacional derivado de expectativa de tendência secular positiva em educação. O uso da renda familiar *per capita* como variável de controle permite verificar se indivíduos de renda similar, mas diferentes níveis de

investimento em educação, apresentam diferenças no investimento em educação ou nutrição de seus filhos. Os resultados obtidos devem indicar o impacto do investimento em capital humano realizado nos pais, quando estes eram crianças, no desenvolvimento do capital humano da criança nos primeiros dois anos de vida (estatura da criança) e durante a adolescência (grau de instrução formal da criança).

A transmissão direta dos investimentos em nutrição e saúde dos pais aos filhos não pode ser analisada, tendo em vista a impossibilidade de controlar a fração genética da transmissão intergeracional da estatura. Entretanto, pode-se estudar a transmissão de investimentos em nutrição e saúde efetuados pelos pais em termos dos investimentos realizados na educação da criança.

Os dados do desempenho educacional dos filhos foram convertidos em um índice da adequação ao desempenho educacional (EAc). O índice da adequação ao desempenho educacional dos filhos na faixa de 15 aos 21 anos de idade deriva da comparação entre o número ideal de anos de escolaridade calculado para cada faixa etária e o número real de anos de escolaridade do indivíduo daquela idade.

Os dados da PPV foram analisados por meio de estimativas de regressão. Regressões adicionais foram efetuadas para verificar-se a correlação entre altura e idade, bem como entre o estado de saúde avaliado pelo próprio indivíduo e a presença de doenças crônicas ou agudas, a fim de validar o uso da auto-avaliação do estado de saúde como uma variável consistente. A forma funcional predominante das regressões estimadas foi a regressão linear multivariada, à exceção das regressões que incluíam auto-avaliação do estado de saúde como variável dependente, pois sendo esta uma variável discreta com classificação cardinal, usou-se o método *ordered logit*.

Discussão

Em uma primeira estimativa tentou-se verificar o impacto que tem, sobre o estado de saúde atual do indivíduo, a sua renda e os investimentos efetuados

na formação de seu capital humano. Com um elevado grau de significância estatística, podemos afirmar que o investimento feito em um indivíduo, de sua infância à idade adulta, e a renda familiar *per capita* têm um impacto positivo sobre o seu nível de saúde auto-avaliado.

Numa segunda regressão procurou-se verificar o impacto, sobre a renda do indivíduo, dos investimentos feitos na formação de seu capital humano e o seu atual estado de saúde. A altura, o desempenho educacional e o estado de saúde tiveram impacto positivo sobre a renda. Portanto, os investimentos feitos na formação de capital humano, seja durante a infância, seja mais tarde, e o estado de saúde na idade adulta, implicam a probabilidade de o indivíduo possuir uma renda mais elevada quando adulto, bem como melhor acesso à saúde, condições sanitárias e serviços de educação.

Uma segunda linha de raciocínio é a relativa à transmissão intergeracional do capital humano. O impacto do desempenho educacional do pai sobre a altura do filho é positivo, porém com baixo nível de significância, o que indica que o desempenho educacional do pai não é bom preditor da altura do filho. Surpreendentemente, a influência do desempenho educacional da mãe sobre a altura do filho foi marcadamente negativa, o que poderia ser uma conseqüência das novas tendências das condições do mercado de trabalho. Deve-se ter em mente que a educação dos pais tem um duplo papel. Ela atua diretamente sobre a transmissão intergeracional de capital humano, e também age indiretamente, visto que pais melhor educados tendem a ter renda familiar *per capita* mais elevada e, como conseqüência, são mais eficientes na transmissão de capital humano para seus filhos durante os primeiros dois anos de vida dos mesmos.

No que se refere à transmissão, para os filhos, dos investimentos feitos em seus pais em termos de saúde e nutrição, verificou-se que somente o investimento em capital humano feito em meninas (durante a infância) é transmitido à geração seguinte em termos de melhor desempenho educacional.

Finalmente, estudou-se a relação entre o desempenho educacional de indivíduos na faixa etária de 15 a 21 anos e o desempenho educacional dos pais. Verificou-se que o desempenho educacional de ambos os pais tem uma influência significativamente positiva sobre a adequação educacional do filho, porém o efeito do desempenho educacional da mãe sobre a adequação educacional do filho mostrou-se superior.

Os resultados levaram à conclusão que as melhorias geradas por meio dos investimentos em capital humano feitos em um indivíduo não se extinguem nele mesmo, mas propagam-se até as gerações seguintes, independentemente de mecanismos de renda. Isto é, investimentos relevantes em desenvolvimento de capital humano, tais como educação, nutrição e saúde, criam melhores oportunidades para o indivíduo em termos de emprego e renda. Porém, além destes efeitos primários, existem efeitos secundários, principalmente baseados na transmissão da formação de capital humano através das gerações que resultam em mudanças de estilo de vida da população, crescimento econômico e desenvolvimento.

1 Este artigo é um resumo de um estudo mais amplo de autoria de Campino A.C.C., Monteiro C.A, Conde W.L., Machado F.M. *Health, human capital and economic growth in Brazil*. São Paulo (BR), 2005, que está disponível no site (www.econ.fea.usp.br/pesquisa/programade_seminários_academicos)

Bibliografia

- Barro, R. **Health and economic growth**. Harvard University, 1996.
- Barro, R.; Sala-Y-Martin, J. **Economic growth**. 1996.
- Becker, G. S. Chapter 3: Investment in human capital: a theoretical analysis. In: Febrero, R.; Schwartz, P. S., **The essence of Becker**. Stanford (CA): Hoover Institution Press, 1995.
- Becker, G. S.; Tomes, N. Chapter 14: Human capital and the rise and fall of families. In: Febrero, R.; Schwartz, P. S., **The essence of Becker**. Stanford (CA): Hoover Institution Press, 1995.
- Blaug, M. (Ed.), **Economics of education: selected readings**. Vols.1-2. Maryland: Penguin Books, 1968.
- Campino, A. C. C.; Diaz, M. D. M. Mensuração da desigualdade na área da saúde no Brasil: novas dimensões sobre qualidade e resolutividade. In: **Anais do V Encontro Nacional da ABRES**, Salvador, 2000, p. 19-41.
- Dennison, E. F. **Why growth rates differ; Postwar experience in nine western countries**. Washington: Brookings Institution, 1967.

_____. **Accounting for United States economic growth, 1929-1969.** Washington: Brookings Institution, 1974.

Fogel, R W. The impact of nutrition on economic growth. Lecture presented at 3rd. **International Conference of International Health Economics Association**, July/2001.

IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). **Pesquisa de padrões de vida 1996-1997.** Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 1998.

McMahon, W. W. **Education and development:** measuring the social benefits. Oxford University Press, 1999.

Monteiro, C. A.; Benicio, Mhd'a; Gouveia, N. C. Secular growth trends in Brazil over three decades. **Annals of Human Biology**, v. 21, n. 4, p. 381-90, 1994.

Parkin, M. **Macroeconomics.** 5th. Edition. Addison-Wesley Publishing Co.Inc., 2000.

Quantitative Micro Software. **EViews.** Version 3.0, 1994-1998.

Shaffer, H. G. A critique of the concept of human capital. In: Blaug, M. (Ed.), **Economics of education:** selected readings. Vol. 1, 1968.

Strauss, J.; Duncan, T. Health, nutrition and economic development. **Journal of Economic Literature** 36, p. 766-817, June 1998.

(*) *Professor titular da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP). (campino@usp.br)*

(**) *Doutora em Economia da Saúde e Nutrição (PRONUT-USP) e pesquisadora do NUPENS (Núcleo de Pesquisas Epidemiológicas em Nutrição e Saúde da Universidade de São Paulo).*



a economia está blindada?

Uma questão que tem sido atualmente muito discutida é por que a grave crise política que o Brasil enfrenta não tem, aparentemente, gerado efeitos sobre a economia e talvez, mais especificamente, sobre o mercado financeiro, que é o que mais rapidamente reage. De fato, o Brasil atravessa uma das mais sérias crises políticas de sua história, mas os indicadores econômicos e financeiros têm apresentado, em sua maioria, resultados positivos: o dólar está cada vez mais barato, as exportações e o saldo comercial são crescentes, os índices de inflação e as taxas de desemprego estão caindo, os índices da Bolsa de valores subindo, o que demonstraria que a crise não estaria afetando a economia.

Preliminarmente poder-se-ia perguntar: por que e como a crise política deveria afetar os indicadores econômicos e financeiros? À primeira vista parece intuitivo que a crise política deveria impactar negativamente a economia, mas por que e como? Será que o padeiro (do Adam Smith, que é aquele que não produz o pão por benevolência), às 4 horas da manhã, quando vai começar a preparar o pão, lê um jornal ou ouve o rádio para saber o desenrolar da crise e aí decidir se continua ou não o seu trabalho? Como ele, todos os demais continuam trabalhando. A vida segue apesar da crise política, e a economia continua funcionando normalmente, pelo menos no que se refere ao seu lado real, produtivo.

Mas e o mercado financeiro? Ele não deveria estar indócil e preocupado com a crise política? Depende. O mercado financeiro reage não apenas a fatos ocorridos, como também a expectativas com relação a fatos futuros. Caso ocorra uma piora de expectativa em relação ao futuro, o mercado vai reagir. Foi isto que ocorreu em 2002 quando as pesquisas mostravam a alta probabilidade, que depois se confirmou, de uma vitória do Sr. Lula da Silva. Uma ponderável parcela

de agentes econômicos acreditava, ou temia, com base na sua pregação histórica, que o PT iria promover uma ruptura institucional, especialmente na área econômica. Como decorrência deste fato tivemos uma escalada do dólar, depreciação de ativos denominados em reais e aceleração da inflação. Ocorreram também impactos negativos sobre o crescimento do Brasil e sobre o nível de emprego. Ora, neste período não tivemos nenhuma crise política. Ao contrário, a transmissão da presidência em 2002 foi uma das, senão a mais, tranquilas de nossa história republicana. Não houve qualquer movimento civil ou militar contra a posse de um presidente que fora livremente escolhido pelo povo brasileiro em eleições absolutamente tranquilas.

É interessante observar que nesse período (ano de 2002) tivemos uma crise econômica, mas não uma crise política. Não me recordo de preocupações de que a crise econômica fosse impactar nossas instituições políticas e democráticas. Será que neste caso era a política que estava blindada?

Este episódio nos dá importante indicação de como períodos de crises ou de dificuldades econômicas podem surgir sem que decorram de fatos econômicos efetivamente ocorridos. Foi a expectativa de uma radical mudança na condução da política econômica, que acabou por não ocorrer, que deflagrou o processo de turbulências na economia brasileira.

Atualmente, é nesta direção que atitudes preventivas devem ser tomadas. O perigo é que os agentes econômicos interpretem a crise política como um indicativo de mudança “não comportada” da política econômica. Aí, muito provavelmente teríamos uma crise econômica. Reiteradas declarações do presidente e de autoridades da área econômica indicando a continuidade da política econômica, e não apenas

declarações, mas também medidas nesta direção, têm “acalmado” o mercado. Além do mais, a conjuntura econômica mundial é tremendamente favorável, com juros internacionais baixos, alta liquidez e vigorosa e crescente demanda externa por produtos brasileiros, inclusive com expressiva melhora em nossas relações de troca com o exterior.

Será, então, que a economia brasileira está totalmente imune à crise política?

Infelizmente não. O impacto desfavorável da crise política sobre a nossa economia se dá em outra dimensão. O que analisamos até aqui foram repercussões de curto prazo. No longo prazo a história é diferente. O futuro é construído a partir de decisões tomadas no presente. Esta tomada de decisões é influenciada tanto pelos resultados passados quanto pelas expectativas em relação ao futuro. Keynes argumenta que esta segunda categoria de motivações é provavelmente a mais importante

“Provavelmente a maioria de nossas decisões de fazer algo positivo, cujas repercussões completas só conheceremos muito tempo adiante, só podem ser explicadas como o resultado de instintos (sentimentos) animais – de uma espontânea necessidade de agir...”

Isto significa... que a prosperidade econômica é excessivamente dependente do clima político e social...”¹

Expectativas não são certezas, são palpites, são prognósticos que se formam a partir de vários fatores, alguns objetivos, muitas vezes quantificáveis, outros subjetivos e até alguns irracionais. Certamente entre os fatores formadores de expectativas, grande proeminência deve ser conferida, como indica Keynes, a fatores políticos e, entre estes, e de acordo com Douglas North, às instituições políticas.²

Deve-se lembrar que instituições, para North, não são apenas as instituições formais, leis e entidades organizadas. Incluem também os hábitos, costumes e, muito

importante, as normas e os padrões de comportamento sociais. Estas instituições informais desempenham, segundo o raciocínio e a evidência histórica deste autor, um papel fundamental no processo histórico de crescimento e desenvolvimento econômico. O autor argumenta que o desenvolvimento de novas instituições ou o aperfeiçoamento das existentes é quase sempre um pré-requisito para o crescimento econômico.

Ora, a atual crise política, as denúncias que têm sido comprovadas e as investigações que têm sido realizadas estão revelando um padrão de comportamento de altas autoridades do executivo e do legislativo que são incompatíveis com a prática republicana. Este padrão de comportamento, além de moralmente condenável, é prejudicial para a tomada de decisões econômicas positivas, especialmente para aquelas cujas repercussões vão ocorrer no futuro e, portanto, envolvem riscos de resultados aquém dos esperados.

Isto porque este clima de crise moral cria incertezas em relação ao futuro. Se a lei não é respeitada, se a prática de caixa dois se torna um comportamento aceitável e usual travestido da alcunha de recursos não contabilizados, se a compra de apoios políticos na Câmara Federal se transforma em negociação com a base aliada, e se mentir descaradamente, como se estivessem participando de um festival de mentiras ou de um Concurso Público de Inverdades, é considerado habilidade política, quem garante que contratos serão respeitados, que direitos serão preservados, que as regras do jogo não serão arbitrariamente modificadas?

Ora, estas garantias, não apenas de forma teórica e virtual, mas como regras de comportamento efetivamente obedecidas, ou seja, como instituições fortes, são cruciais para avaliações de investimentos, especialmente para aqueles de longo prazo de maturação. E, quiçá, são estes os investimentos mais importantes para um processo de crescimento econômico sustentado. Dúvidas sobre estas garantias criam um clima de desconfiança extremamente prejudicial às decisões de investimento.

Essa problemática pode ser analisada de um ponto de vista diverso, mas complementar. A crise está mostrando uma face amoral ou imoral de nossas organizações políticas. Em vez de discussões sobre os grandes problemas de nosso País, e de propostas visando ao bem comum, o que se observa é um vale tudo para conseguir vantagens em troca de votos e apoios políticos, um verdadeiro mercado persa, onde vence quem é mais esperto, quem é mais malandro. Nesta leitura dos fatos e entendimento da crise política, o que se está informando aos investidores é que bons resultados são obtidos com estas más práticas e não por meio de melhorias tecnológicas, modernização e eficiência econômica. O que se está incentivando é o capitalismo predatório, que pode até obter alguns bons resultados em termos de crescimento do PIB, mas não é um desenvolvimento sustentado e quase sempre promove forte concentração de renda.

São estas repercussões negativas sobre as decisões de investimento que se constituem nos mais perniciosos efeitos da crise política sobre a economia nacional. E contra isto não há blindagem possível. O dano já foi feito. O que é possível fazer agora é maximizar ou minimizar este dano.

O pior que poderia acontecer é a impunidade, é levar com a barriga, é esperar que o tempo apague estes fatos da lembrança da população. O que até pode ocorrer, mas as profundas marcas e mágoas persistirão. E o incentivo à malandragem será amplificado.

Para tentar evitar este ecúleo é imprescindível tanto uma rigorosa e confiável apuração dos fatos como uma rápida punição dos culpados, que demonstre cabalmente que esses fatos foram lamentáveis desvios de comportamento que não são e não mais serão aceitos pela sociedade brasileira.

1 "Most, probably, of our decisions to do something positive, the full consequences of which will be drawn out over many days to come, can only be taken as a result of animal spirits – of a spontaneous urge to action... ."

This means...that economic prosperity is excessively dependent on a political and social atmosphere... ." (Teoria Geral).

2 Prêmio Nobel de Economia 1993.

Referências

Keynes, J. M. *The general theory of employment, interest, and money.* 1935.

North, Douglass. *Institutions, institutional changes and economic performance.* 1990.

Smith, A. *The wealth of the nations.* 1776.

(*) Professor titular da FEA-USP, Doutor em economia pela Universidade de Yale; foi secretário de Economia e Planejamento em São Paulo e presidente do BNDES. (amontoro@usp.com.br)



estabilidade do investimento e crescimento em 2006 e próximos anos

Os resultados apresentados pela economia brasileira, nos últimos anos, mostram que a política econômica atual (baseada no tripé metas de inflação, superávits primários elevados e flutuação cambial) é eficiente no sentido de garantir a estabilização, mas as medidas penderas limitam a capacidade de crescimento do País.

Desde a implantação dessa política, em 1999, o Brasil vem registrando melhoras contínuas no saldo comercial (passou de um déficit de US\$ 6,6 bilhões em 1998 para um superávit previsto de US\$ 43 bilhões em 2005) e em conta corrente (saiu de -US\$ 33,4 bilhões para +US\$12 bilhões, no mesmo período). Da mesma forma, com exceção de 2002 (quando as incertezas geradas pela sucessão presidencial pressionaram o câmbio e conseqüentemente os preços), a tendência de inflação é declinante e possivelmente convergirá para a meta em 2006 (4,5%), aproximando-se, assim, da inflação média dos emergentes.

Porém, ao mesmo tempo que os progressos obtidos em termos de estabilização são inquestionáveis, o País continua apresentando desempenho medíocre no que se refere ao ritmo de crescimento do PIB. Desde a implantação do Real (julho de 1994), a expansão média do PIB brasileiro foi de 2,5%, contra 4,3% da economia mundial e cerca de 6% e 7% dos emergentes. No governo atual, a situação não é muito diferente, com crescimento médio de 2,8% a.a. (considerando 3% para 2005).

Além da limitada capacidade de crescimento do País, outra característica do comportamento do PIB é sua elevada volatilidade. Basta observar que em 2003 o PIB cresceu apenas 0,5%, em 2004 acelerou para 4,9%

e em 2005 volta a desacelerar para uma previsão de 2,9% a 3,0%.

É importante destacar que essa volatilidade do comportamento do PIB afeta fortemente as decisões de investimento pelo grau de insegurança que gera entre as empresas em termos de evolução futura da demanda. E agravando esse quadro, verifica-se que em 2005 a volatilidade do PIB ocorreu ao longo do próprio ano. Isto pode ser notado pelo comportamento de cada trimestre (variação dessazonalizada em relação ao trimestre anterior): 1º trimestre: +0,3%; 2º trimestre: +1,4%; 3º trimestre: -1,2% e 4º trimestre: 1,0% (estimativa).

Para 2006, a expectativa é que se tenha **mais um ponto na mesma curva**. A estabilização permanece e o crescimento continuará muito aquém das necessidades do País. Em outras palavras, o Brasil não aproveita as janelas de oportunidades oferecidas pela economia internacional e continuará se distanciando da expansão mundial. Em relação aos emergentes, nem é preciso comentar.

O grande desafio da economia brasileira para os próximos anos é acelerar o ritmo de crescimento do produto potencial, o que implicaria elevar a taxa de investimento dos atuais 19% para 25% do PIB. Como se pretende mostrar em seguida, a busca desse objetivo passa necessariamente pela mudança no regime fiscal brasileiro. A equação a seguir mostra a dinâmica do processo de crescimento do produto e ajuda a identificar as medidas que o País precisará adotar para superar o desafio do crescimento auto-sustentado.

$$(1) \frac{\Delta Y}{Y} = \frac{I}{Y} \cdot \left[\frac{Yg}{Kg} \cdot \frac{Kg}{K} + \frac{Ye}{Ke} \cdot \frac{Ke}{K} + \frac{Yme}{Kme} \cdot \frac{Kme}{K} \right],$$

onde:

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \text{taxa de crescimento potencial do PIB}$$

$$\frac{I}{Y} = \text{taxa de investimento}$$

$$\frac{Yg}{K} = \text{relação produto-capital (sendo "g" no setor público, "e" nas grandes empresas e "me" nas pequenas e médias empresas)}$$

$$\frac{Kg}{K} = \text{participação no estoque de capital ("g" no setor público, "e" nas grandes empresas e "me" nas pequenas e médias empresas)}.$$

Concentrando a análise na equação (1), pode-se verificar que a contribuição do setor público em termos de crescimento do produto depende diretamente de

$$(a) \frac{I}{Y} \cdot \frac{Yg}{Kg} \cdot \frac{Kg}{K} \text{ e indiretamente de seus efeitos, em}$$

$$\text{termos de política sobre (b) } \frac{I}{Y} \cdot \frac{Ye}{Ke} \cdot \frac{Ke}{K} \text{ (investi-}$$

$$\text{mentos das grandes empresas) e (c) } \frac{I}{Y} \cdot \frac{Yme}{Kme} \cdot \frac{Kme}{K} \text{ (investimentos das pequenas e médias empresas).}$$

Analisando-se a atuação do setor público, inclusive a forma de ajuste fiscal que se tem observado pós 1999, verifica-se que esta tem contribuído para a redução do potencial de crescimento do País.

No que se refere ao termo (a), percebe-se que nos últimos anos, apesar do aumento da carga tributária, o setor público perdeu capacidade de investir em virtude do crescimento explosivo das despesas de custeio. Tais despesas, que representavam menos de 20% do PIB nos anos setenta, atingiram cerca de 35% do PIB recentemente. As distorções na composição do gasto público podem ser constatadas pelo crescimento médio anual de 3,8% no consumo do governo (1995/2002), enquanto que no mesmo período a formação bruta de capital cresceu 0,7% a.a.

Como conseqüência desse quadro, a infra-estrutura do País (transportes, portos, saneamento básico, energia elétrica etc.) vem sofrendo forte processo de

deterioração. Como os investimentos do setor privado (equações (b) e (c)) são dependentes da disponibilidade de infra-estrutura, o investimento geral da economia tem se retraído.

A incapacidade financeira do setor público de realizar os investimentos em infra-estrutura obriga o governo a compartilhar dessa responsabilidade com o setor privado. Ocorre, porém, que o setor privado somente pode ser atraído para atuar na área de infra-estrutura (onde o retorno privado é menor que o social) se houver clima favorável aos investimentos, o que passa por uma perspectiva de retorno e estabilidade das "regras do jogo". Para isso, a questão regulatória assume um papel fundamental, e aí se encontra uma segunda grande limitação ao crescimento. As críticas do setor empresarial nessa área são inúmeras: a) ausência de regulamentação adequada em toda a área de infra-estrutura (energia elétrica, transportes, logística, saneamento etc.); b) dificuldade na obtenção de licenças ambientais; c) constantes mudanças nas regras existentes; d) instabilidade nas regras de funcionamento das agências reguladoras; e e) indefinição quanto ao papel da iniciativa privada e do poder público nos investimentos de infra-estrutura do País.

As limitações ao investimento privado estão também na forma como o governo tem conseguido ajustes nas contas públicas, isto é, via aumento da carga tributária. Além de reduzir a rentabilidade dos investimentos, as constantes mudanças no sistema tributário geram insegurança para o investimento privado.

Ao mesmo tempo, porém, que se constata que a mudança no regime fiscal é condição *sine qua non* para o retorno do crescimento, não é realista esperar que isso possa ocorrer de maneira instantânea. O processo terá que ser gradual, até mesmo para ser realista. Mas ao se emitir sinais suficientemente convincentes de que a nova direção está dada, certamente os juros começarão a se reduzir e a disposição de investir ficaria muito mais factível.

Na área microeconômica, há pelo menos dois aspectos que poderiam ser atacados para acelerar a taxa de investimento no País: a) redução da burocracia; e b)

medidas de estímulo à dinamização dos pequenos negócios.

Estudo recentemente divulgado pelo Banco Mundial reforça a evidência de que o Brasil se encontra entre os piores países do mundo para se fazer negócios. No *ranking "Doing Business"* do Banco Mundial, o Brasil ocupa a 119ª posição numa análise envolvendo 155 países. O Brasil perde para países como Nigéria, Albânia e Sri Lanka.

O *ranking* analisa a eficiência dos países medindo a burocracia, o custo e tempo necessários para abrir um negócio, operar, exportar e importar, contratar e demitir funcionários, pagar impostos e fechar uma empresa.

Diante destas evidências, podem ser sugeridas algumas medidas no sentido de reduzir a burocracia e libertar o espírito empreendedor no Brasil:

- a) **Autorização e Concessão Automática para Pleitos ou Solicitação de Documentos no Setor Público**, com o objetivo de eliminar os transtornos causados pela morosidade dos órgãos públicos; na realidade, fixar-se-ia um prazo para resposta e, decorrido o prazo, não ocorrendo resposta, o pleito é considerado aprovado e o simples comprovante da solicitação vale como documento.
- b) **Criação do Guichê Único**, onde o candidato a empresário entrega todos os documentos necessários à constituição da empresa e a repartição encarrega-se de encaminhar aos órgãos competentes. Em alguns estados brasileiros já se estabeleceu algo semelhante.
- c) **Simplificação das Exigências Sanitárias e de Meio Ambiente**, onde dever-se-ia dar tratamento diferenciado por porte da empresa; como princípio geral buscar um mínimo de exigências, o suficiente para garantir a qualidade adequada ao tipo de produto.

Não se pode negar que a eliminação dos entraves burocráticos representaria uma contribuição importante para obter uma maior dinamização dos parques empresariais. Mas é possível ir mais além, com a in-

trodução de medidas que representariam estímulos adicionais importantes ao pequeno empresário. Nesse sentido, cabe destacar:

- a) **Cobrança de multas somente a partir da segunda visita do fiscal**, dado que as exigências são de tal ordem detalhista que é quase impossível, por ocasião da visita do fiscal, não ser identificado algum tipo de irregularidade; na realidade, a primeira visita teria a característica de orientação ao empresário.
- b) **Estímulo ao Auto-emprego** – estimular os indivíduos desempregados, e que não têm condições de criar uma empresa, a buscar no auto-emprego a saída para sua situação, como um estágio para se estabelecer como um empreendimento formal; seria, pode-se chamar, uma pré-empresa, onde o indivíduo desenvolveria sua atividade sem qualquer formalidade burocrática ou ônus fiscal, a não ser um registro simples na Prefeitura, que poderia ter um prazo limitado, um ano, por exemplo, renovável por uma vez.
- c) **Isenção do Imposto de Renda** nas fases iniciais de vida da empresa visando à sua capitalização; e
- d) **Políticas de Apoio ao Capital Humano**, com a adoção de políticas para a formação de capital humano, dirigidas à atividade empreendedora; órgãos de apoio como o SEBRAE, por exemplo, ou instituições de ensino superior poderiam atender a essa necessidade com a oferta de treinamento, mas de forma mais estrutural do que aquela que se verifica atualmente.

Como se pode observar, o espaço de manobra para acelerar a taxa de investimento no País é bastante amplo. Mas enquanto isso não ocorre, continuaremos registrando os medíocres 3,0% a.a. de crescimento e nos afastando velozmente dos demais países emergentes.

(*) Professores da FEA-USP.



restrição externa e crescimento econômico no Brasil: alguns resultados empíricos

dezembro de 2005

informações fipe

A seqüência de dois artigos que com este se completa, após a publicação do primeiro na edição de Novembro deste boletim *Informações Fipe*, aborda, de um prisma essencialmente empírico, o comportamento da taxa de crescimento econômico brasileira ao longo do período compreendido entre 1930 e 2004. Sua intenção é contribuir para o alargamento e o aprofundamento da compreensão acerca das restrições que se interpõem, para além do curto e médio prazos, à obtenção e, principalmente, à sustentação de patamares mais elevados desse crescimento. Colocando diretamente, os estudos empíricos a serem reportados e comentados no que segue detectaram que, de uma perspectiva de longo prazo, a taxa de crescimento da economia brasileira tem sido determinada pelas condições associadas ao equilíbrio das contas externas.

Embora a intenção principal dessa seqüência de artigos não seja analisar a acentuada inflexão – para baixo – experimentada pela tendência da taxa de crescimento econômico brasileira no início da década de 1980, espera-se que esses resultados empíricos findem ampliando o entendimento dos determinantes dessa tendência declinante que se prolongou até o início da década de 1990 – e, vale lembrar, não se transformou em ascendente mesmo na década seguinte à estabilização monetária alcançada e mantida a partir de meados de 1994. Com efeito, a economia brasileira, após ter crescido à taxa média anual de 6,8% no período entre 1932 e 1980, passou então a crescer à taxa média anual de 2,2% no período entre 1981 e 2004.

Evidências Empíricas Recentes de Crescimento sob Restrição Externa no Brasil

Os dois estudos empíricos reportados no que segue estimaram em que medida a taxa de crescimento

de longo prazo da economia brasileira tem sido determinada por condições associadas ao equilíbrio das contas externas. Para tanto, fez-se uso de uma abordagem ao crescimento econômico sob restrição externa elaborada pelo economista inglês Anthony Thirlwall, conforme detalhado no artigo anterior desta seqüência.

Enquanto as análises mais convencionais do processo de crescimento econômico focalizam exclusivamente os determinantes da expansão do produto no lado da capacidade de ofertar bens e serviços, Thirlwall propõe considerar-se que, em geral, antes de exaurir-se tal potencial de geração do produto de um país, restrições na demanda agregada por bens e serviços apresentam-se como fator de limitação mais significativo. E, no contexto de economias abertas, assinala que as restrições quanto à disponibilidade de divisas tendem a apresentar-se como o principal obstáculo a níveis mais elevados de demanda agregada. Dada a competitividade externa de um país, algo que se refletirá em suas exportações e na demanda por importações de bens e serviços, não há como o crescimento econômico escapar da restrição colocada pela circunstância de que os pagamentos em divisas não podem ser, no longo prazo, superiores às receitas em divisas, sob quaisquer que sejam as modalidades destas últimas.

A abordagem do crescimento sob restrição externa à Thirlwall tem sido corroborada, tanto para países em desenvolvimento como desenvolvidos, por uma série de evidências empíricas, conforme reportado em Lima e Carvalho (2005a). No compasso do presente artigo, o primeiro lote de evidências recentes que reportamos está contido em Santos, Lima e Carvalho

(2005). Esse estudo testou dois modelos para o caso brasileiro, a saber: um centrado na Lei de Thirlwall original, conforme derivada no primeiro artigo desta seqüência, e outro baseado em Moreno-Brid (2003), incorporando variações nos termos de troca e fluxos de capital. O instrumental econométrico de co-integração foi utilizado na estimativa da elasticidade-renda das importações observada no período entre 1948 e 2004, com o intuito de compará-la com a elasticidade hipotética gerada por aqueles dois modelos. Obteve-se uma elasticidade efetiva de 1.77, enquanto a elasticidade hipotética gerada pelo modelo à Lei de Thirlwall foi de 1.71 e a produzida pelo modelo com fluxos de capital foi de 1.80. Por meio de um teste específico, verificou-se que não se pode rejeitar a hipótese de que a elasticidade observada é igual à elasticidade gerada pelo modelo com fluxos de capital. Contudo, também não se pode rejeitar a hipótese de que a elasticidade observada é igual à elasticidade produzida pelo modelo à Lei de Thirlwall. Ou seja, embora o estudo também tenha testado uma especificação que incorpora fluxos de capital e variações nos termos de troca, o resultado correspondente pouco diferiu daquele gerado pela especificação à Lei de Thirlwall. Sendo assim, pôde-se concluir pela nulidade do resultado líquido da operação conjunta dos efeitos fluxos de capital e termos de troca.

O segundo lote de evidências que reportamos deriva do estudo empírico desenvolvido em Lima e Carvalho (2005), cuja metodologia se aproxima daquela adotada nos estudos que testam a Lei de Thirlwall estimando diretamente a equação de crescimento de longo prazo correspondente ao equilíbrio externo, conforme a eq. (9) derivada no artigo anterior desta seqüência. Admitimos não apenas a variabilidade dos termos de troca, mas, inclusive, a presença de fluxos de capital. Segundo a abordagem keynesiana seguida, porém, parte significativa do ajuste de longo prazo em direção ao equilíbrio das contas externas deve ocorrer por meio da renda interna. A abordagem neoclássica, por sua vez, postula um ajuste via câmbio real ou elasticidades, já que a renda é exógena ao equilíbrio externo no longo prazo, sendo determinada pela acumulação e produtividade dos fatores de produção.

Especificamente, adotamos a especificação de equilíbrio externo:

$$P_d X - P_d R + K = P_f M E \quad (1)$$

onde X é a quantidade de exportações de bens e serviços não-de-fatores, P_d é o preço das exportações em moeda nacional, R é o pagamento de rendas do capital (ou seja, a renda líquida enviada ao exterior), K é a entrada líquida de capitais (ou seja, o saldo em transações correntes com o sinal invertido), M é a quantidade de importações de bens e serviços não-de-fatores, P_f é o preço das importações em moeda estrangeira e E é a taxa de câmbio nominal. Por sua vez, assumiremos uma função demanda por importações dada por:

$$M_t = (P_f E_t)^\psi P_{dt}^\phi Y_t^\pi \quad (2)$$

onde ψ é a elasticidade-preço da demanda por importações, ϕ é a elasticidade-preço cruzada da demanda por importações e π é a elasticidade-renda da demanda por importações. Assumimos $\psi = \phi$, além de usarmos uma função exportações como aquela representada pela eq. (4) no artigo anterior desta seqüência. Substituindo a eq. (2) na eq. (1) e aplicando o logaritmo natural, obtemos:

$$\ln Y = \frac{\ln X}{\pi} + \frac{\ln(K - R)}{\pi} - \left[\frac{\psi + 1}{\pi} \right] \ln(P_f + E - P_d) \quad (3)$$

Portanto, a co-integração da eq. (3) e a análise dos coeficientes de ajustamento e da causalidade entre as variáveis permitem avaliar o papel da restrição externa na dinâmica do crescimento econômico brasileiro. Conforme detectado, a única variável significativa na relação de longo prazo é aquela que representa as exportações. O componente financeiro só seria significativa a 20% (10% unicaudal) e contribuiria negativamente para o produto. Os termos de intercâmbio, por sua vez, são não significantes e, se fossem significantes, teriam um impacto contrário do esperado, ou seja, uma desvalorização cambial não

contribuiria para aumento do produto. Logo, ou a desvalorização não contribuiu positivamente para a balança comercial (a condição de Marshall-Lerner foi violada) ou os demais componentes da demanda agregada atuaram no sentido de reverter o efeito positivo da desvalorização sobre a balança comercial.

Logo, dado que, no equilíbrio externo de longo prazo, as variáveis que se co-integram com significância são as exportações e a renda, enquanto o componente financeiro e os termos de troca não têm um papel relevante, isso já fornece alguma corroboração à abordagem do crescimento sob restrição externa à Lei de Thirlwall. Ainda mais interessante, porém, é a análise dos coeficientes de ajustamento. O único coeficiente de ajustamento diferente de zero é o da renda real, sendo seu sinal o esperado, ou seja, a renda é a única variável que se moveria no curto prazo para retornar ao equilíbrio de longo prazo.

As exportações, a taxa de câmbio real e o componente financeiro podem ser considerados fracamente exógenos, ou seja, nenhum deles é responsável pelo retorno à situação de equilíbrio externo. Vale dizer, se algum choque atinge o equilíbrio externo, a variável que se ajustará na direção e extensão necessárias para restaurá-lo é a renda real. No longo prazo, por conseguinte, a renda interna é endógena ao equilíbrio externo, e não a determinantes em nível de oferta, tais como acumulação e produtividade de fatores de produção.

Dado que as exportações, o câmbio real e o componente financeiro são considerados fracamente exógenos, ou seja, o seu coeficiente de ajustamento não é estatisticamente diferente de zero, fizemos um teste de Causalidade de Granger para verificar se tais variáveis podem ser consideradas fortemente exógenas. Conforme detectado, as exportações não são granger-causadas, ao nível de significância de 5%, seja pela renda, seja pelo componente financeiro, seja pelo câmbio real. No entanto, podemos aceitar que as exportações são granger-causadas pela renda a pouco mais de 5%, e a 12% de significância poderíamos aceitar que o componente financeiro causa

exportações. Portanto, esses resultados invalidariam, ao menos para o Brasil, a 5% de significância, a análise convencional, à Krugman (1989), de que o ajuste do balanço de pagamentos ocorreria por meio do ajuste da elasticidade das exportações, que reagiriam a variações na renda.

O componente financeiro também é fortemente exógeno, não sendo causado por nenhuma das demais variáveis. Este resultado parece corroborar a hipótese de que o influxo de capitais aos países emergentes responde mais às condições de liquidez internacional do que aos indicadores externos e internos desses países. É claro que para comprovar essa hipótese seriam necessárias outras considerações que fogem do escopo deste artigo. No entanto, essa exogeneidade do componente financeiro ao equilíbrio externo sugere a validade da investigação dessa hipótese.

Considerações Finais

Logo, evidências empíricas recentes confirmam que, de uma perspectiva de longo prazo, a taxa de crescimento da economia brasileira tem sido determinada essencialmente pelas condições associadas ao equilíbrio das contas externas. Daí, portanto, a proposição de que a restrição externa tem configurado o principal fator limitante do crescimento econômico brasileiro quando o horizonte de observação vai além do curto e médio prazos.

Nesse contexto, cabe à política econômica não apenas promover, tanto quanto possível, o aprofundamento – ou, pelo menos, garantir a manutenção – do ajustamento (ainda) em curso no saldo de transações correntes. Sem dúvida, a obtenção recorrente de saldos comerciais expressivos é o mecanismo mais efetivo de conciliação do crescimento econômico com o equilíbrio das contas externas. Afinal, um desempenho exportador adequado não somente alivia as restrições externas ao crescimento econômico, mas, inclusive, à maneira de um círculo virtuoso, funciona como um propulsor fundamental deste. Conforme melhor elaborado em Lima (2005), é neste sentido, portanto, que o necessário processo de substituição

de importações, impulsionado que é pelo próprio crescimento econômico, deve desdobrar, tanto quanto possível, em aumento na produção nacional de bens comercializáveis internacionalmente.

Referências Bibliográficas

Krugman, P. Differences in income elasticities and trends in real exchange rates. *European Economic Review*, 33, 1989.

Lima, G. T. Restrição externa e investimento direto estrangeiro no Brasil. In: Sobreira, R.; Ruediger, M. A. (orgs.), *Desenvolvimento e construção nacional: política econômica*. Rio de Janeiro: Editora da FGV, 2005.

Lima, G. T.; Carvalho, V. R. *A restrição externa como fator limitante do crescimento econômico brasileiro*. Apresentado na edição de Outubro de 2005 do ciclo "Agendas do Desenvolvimento Brasileiro", Departamento de Economia da FEA-USP, 2005a.

Lima, G. T.; Carvalho, V. R. Restrição externa e crescimento econômico no Brasil. *Informações FIPE*, Edição Nº 302, Novembro, 2005b.

Moreno-Brid, J. C. Capital flows, interest payments and the balance-of-payments constrained growth model: a theoretical and an empirical analysis. *Metroeconomica*, v. 54, n. 2, May 2003.

Santos, A. T. L.; Lima, G. T.; Carvalho, V. R. A restrição externa como fator limitante do crescimento econômico brasileiro: um teste empírico. *Anais Eletrônicos do XXXIII Encontro Nacional de Economia*, Natal, Dezembro de 2005 [disponível em www.anpec.org.br].

(*) Professor do Departamento de Economia da FEA-USP.
(giltadeu@usp.br)

(**) Mestranda em Economia no IPE-FEA-USP.
(vrc@usp.br)

a democracia e os direitos de cidadania apontam para além do capitalismo



dezembro de 2005

informações fipe

A democracia – entendida aqui como a estrita obediência às decisões tomadas pela maioria segundo normas de legalidade permanentes e consensuais e com total observância do respeito devido aos direitos e à livre expressão e organização das minorias – assim como os direitos de cidadania – os quais, a nosso juízo, constanciam, obviamente num todo uno, o conjunto dos direitos do homem e do cidadão – assumiram, nos dias correntes, papel central quanto ao caminho futuro da história da humanidade e, em particular, quanto aos destinos das correntes políticas de esquerda.¹

A condicionar tal relevância primordial conjugam-se três elementos principais: a definitiva derrocada do socialismo real; o processo conhecido como globalização, o qual se caracterizou, basicamente, pela mundialização dos interesses das grandes corporações e conglomerados econômicos e do qual decorreu a internalização de tais interesses por parte das nações periféricas; e, por fim, o comportamento dos EUA em face do fato de se haver tornado a nação hegemônica no cenário mundial e, em particular, a maneira irracional e calcada em inverdades de sua reação aos ataques terroristas pelos quais foram vitimados e o caráter reacionário do pensamento ideológico que, a contar de então, passou a predominar largamente no seio de seus principais agrupamentos políticos e de expressiva parcela de suas demais instituições sociais. Consideremos mais detidamente os fenômenos aqui apontados e as implicações políticas que deles poderão decorrer.

A superação efetiva do chamado socialismo real trouxe para a ordem do dia dos teóricos da esquerda de corte marxista, como item essencial, a necessidade de um verdadeiro *aggiornamento* ideológico. Parece ter ficado evidenciado claramente representarem a

democracia e os direitos de cidadania componentes fulcrais de qualquer formulação comprometida com o estabelecimento de uma sociedade apta a oferecer ao homem condições de vida material e de existência espiritual superiores às vigentes no modo de produção capitalista. Logo, é impossível pensar-se uma nova forma de sociabilidade – socialista, caso se queira chamá-la assim – sem admitir que ela terá de assentar-se, necessariamente, sobre três princípios basilares: a inexistência da propriedade privada sobre os meios de produção, a vivência democrática e o absoluto acatamento dos direitos de cidadania tomados em sua integralidade.²

Destarte, garantir a plena vigência da democracia e “lutar” pelo socialismo, além de se mostrarem tópicos políticos indissociáveis, correspondem a um só e único objetivo, não podendo, portanto, serem contemplados como instâncias táticas e/ou estratégicas distintas.

Fixado este primeiro ponto, atenhamo-nos às questões suscitadas pela globalização.

A adoção de práticas econômicas ditadas pelos neoclássicos e incorporadas pela ideologia neoliberal acarretou, tanto em países mais avançados como em nações subdesenvolvidas, um leque de retrocessos socioeconômicos no qual compareceram, segundo distintos graus de intensidade, as seguintes mazelas: desindustrialização, maior concentração da renda e da riqueza, desemprego aberto e larga ampliação do mercado informal de trabalho; a par disso, direitos trabalhistas e previdenciários viram-se duramente atingidos, a proteção propiciada pelo Estado aos trabalhadores foi reduzida, ocorrendo o mesmo no âmbito dos serviços sociais em geral: saúde, educação,

segurança e habitação. Correlatamente, em muitas nações a emigração desordenada de deserdados aumentou dramaticamente, afetando a vida de milhões de pessoas, a cujas carências materiais somaram-se incontáveis padecimentos de ordem moral e o dolorido desenraizamento com respeito às suas plagas natais. Não obstante o tamanho incomensurável dos prejuízos já havidos, poderão vir a se dar novos cortes na esfera econômica e na órbita dos direitos políticos e trabalhistas de há muito adquiridos.

Enfim, para os desprivilegiados, a globalização sinoniza com perdas econômicas e políticas, sendo de se esperar a ocorrência de mais pressões nesses dois campos. Assim, apenas a resistência democrática e a reconquista dos direitos perdidos serão capazes de barrar os avanços das práticas lesivas impostas pela globalização. Disso se infere a existência de um elo imediato entre o combate ao neoliberalismo e a ação voltada à defesa dos direitos democráticos e de cidadania.

Vejamos, num terceiro e último lapso, os problemas afetos à traumática atuação político-militar, em escala planetária, dos norte-americanos.

Embora a guerra promovida no Afeganistão contra seus ex-parceiros do Talibã e da Al Qaeda e a desencadeada no Iraque contra um outro seu ex-aliado representem a continuidade³ da política intervencionista norte-americana, sobretudo a aventura contra Saddam Hussein enriqueceu sobremaneira o currículo do militarismo dos EUA. Como sabido, a motivação aventada para a derrubada do regime iraquiano cingiu-se a um aranhol de mentiras e de informações forjadas as quais não resistiram à análise mais superficial e encontraram na ONU e nos próprios parceiros dos EUA seus primeiros críticos; isso para não lembrar os norte-americanos isentos que, desde a primeira hora, postaram-se contra o discurso insano de George W. Bush e as descabidas operações de guerra por ele capitaneadas. De toda sorte, o mínimo a dizer é que a farsa tragicamente encenada no Iraque significa um golpe dos mais fortes contra as normas consensualmente pactuadas no âm-

bito da ONU e consagradas pelo direito internacional e uma clara falta de subordinação à verdade dos fatos, sem a qual é impossível imaginar-se um mundo autenticamente democrático.

Ademais, as humilhações, torturas e cerceamento extremado dos direitos – internacionalmente reconhecidos – dos prisioneiros mantidos nas prisões norte-americanas existentes no Afeganistão, no Iraque e em sua base cubana de Guantánamo demonstram até que ponto as forças militares norte-americanas e os atuais ocupantes da Casa Branca estão dispostos a levar a negação dos direitos de cidadania. Anunciam, de outra parte, que o severo cerceamento de liberdades, já imposto aos próprios norte-americanos e demais residentes em solo dos EUA, poderá ser alargado golpeando ainda mais fundamentos direitos secularmente observados.

Cumprido lembrar, por fim, já ter sido denunciado várias vezes o vínculo deletério, porque relacionado com a corrupção, existente entre detentores de altos cargos no governo norte-americano e conglomerados transnacionais cujas atividades distribuem-se por uma variada gama de atividades econômicas.

Em suma, a união das teses de políticos ultraconservadores com os interesses da indústria de armamentos e os de conglomerados econômicos ligados aos ramos do petróleo e da indústria de “reconstrução” representa, juntamente com o processo maior de globalização, uma séria ameaça às liberdades, pois a persistência de tal aliança conduzirá os governos centrais, sob a égide dos EUA, a limitarem crescentemente, em nível mundial, os interesses da cidadania, o Estado de direito e o alcance das deliberações democraticamente concertadas.

Caso este quadro venha a se verificar explicitar-se-ão os entraves do capitalismo com referência à democracia e aos direitos de cidadania; assim, a luta de resistência e reconquista de direitos por parte da esquerda terá de se ocupar de tais forças retrógradas de sorte a assegurar a efetivação das resoluções democrática-

mente alicerçadas e impedir o solapamento do Estado de direito. A luta pela democracia e pelos direitos de cidadania, elementos indispensáveis à constituição de uma eventual sociabilidade a ser instaurada futuramente, aponta, pois, para além das limitações próprias do modo de produção ora dominante.

Evidentemente, com esta nossa constatação não pretendemos propor, aos que tomam o socialismo como algo desejável, um programa de atuação política balizado, tão-só, pela defesa da democracia e dos aludidos direitos. Abalançamo-nos, no entanto, a afirmar que, na elaboração da referida plataforma, deve ser emprestada importância máxima aos dois fatores aqui realçados.

1 Embora esta crônica tenha sido escrita antes dos últimos acontecimentos verificados na França, nela, de certa forma, eventos como esses são previstos, pois trata, justamente, do cerceamento dos direitos de cidadania e da democracia, como decorrência da globalização calcada nas práticas neoliberais.

- 2 Sobre esta questão permitimo-nos indicar aos interessados a leitura do artigo: COSTA, Iraci del Nero da & MOTTA, J. F. Hegel e o fim da história: algumas especulações sobre o futuro da sociabilidade humana. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*. Rio de Janeiro: Editora 7 Letras, número 7, dez. 2000, p. 33-54.
- 3 Sobre tal “continuidade”, veja-se: COSTA, Iraci del Nero da. “E agora, você?”. *Informações FIPE* [boletim eletrônico]. São Paulo: FIPE, n. 267, p. 25, 2002.

(*) *Professor Livre-docente pela FEA-USP.*



contágio, câmbio e fascínio

A taxa de câmbio é um tema fascinante em Economia.

A política cambial brasileira adotada no período do Plano Real ainda é motivo de controvérsias.

Aprender com a História Econômica sempre traz benefícios.

Por estes motivos dediquei a elaboração de uma pesquisa sobre o tema. (Guidugli, 2005).

Há ainda uma discussão de Política Econômica no Brasil sobre o final do sistema de bandas cambiais no período 1998-99. Alguns profissionais argumentam que o fim do sistema de bandas cambiais, o que caracteriza a crise cambial vivida à época, foi consequência dos fundamentos macroeconômicos, enquanto outros advogam que o problema ocorreu devido ao chamado efeito contágio. Vários profissionais responsáveis pela condução da política econômica à época, a maioria deles trabalhando no Banco Central, são favoráveis à tese do contágio, enquanto que os seus críticos apontam que os fundamentos da economia brasileira à época eram claramente insustentáveis. Alguns profissionais no governo chegaram até mesmo a questionar: *“o que esses caras pensam que nós estamos fazendo aqui? Que somos meros expectadores? É claro que nós sabemos o que está acontecendo”*, ao se referirem às críticas.

No primeiro semestre de 1998 o déficit em transações correntes do Brasil, medida mais ampla do déficit de um país, era de 3,93% do PIB (média mensal) e o déficit público nominal era de 6,87% do PIB (média do primeiro semestre).

A literatura econômica sobre crises monetárias deslocou-se da explicação de suas causas como sendo os fundamentos macroeconômicos (Krugman, 1979),

passou pela questão das expectativas (Obstfeld, 1984) e chegou aos modelos sobre contágio (principalmente após a crise da Ásia em 1997, mas já desde a crise do México em 1994), uma vez que as duas gerações de modelos iniciais não se mostraram capazes de explicar os episódios ocorridos na segunda metade da década de 1990.

A pesquisa realizada teve o objetivo de diagnosticar se há, de fato, evidência da ocorrência de contágio à época da crise da Rússia em 1998 que atingiu o Brasil (principalmente) e a Argentina (também).

O Contágio

O contágio pode ser definido como o fato econômico relacionado à transmissão do comportamento de algumas variáveis econômicas e financeiras de um país para outro, após um certo país ter sofrido um choque adverso.

A Teoria Sobre Contágio

A teoria sobre contágio concentra a explicação para a sua ocorrência principalmente no chamado efeito manada (*“herding”*). A ocorrência do efeito manada pode se manifestar a partir de três formas diferentes, que são a informação em cascata, a questão da globalização dos mercados e a relação agente-principal.

A informação em cascata diz respeito ao fato de alguns agentes do mercado descartarem a informação que possuem e passarem a copiar o comportamento de outros agentes por assumirem que os outros são melhor informados que eles. Este comportamento imitativo gera uma reação em cadeia.

A globalização dos mercados incentiva a ocorrência de *“herding”* devido aos custos crescentes de se moni-

torar a economia e a política de um número crescente de países nos (para os) quais se fazem aplicações e financiamentos. Como não é possível acompanhar a conjuntura de todos os países, os gestores de fundos e bancos passam a copiar o comportamento dos gestores considerados por eles como os mais bem informados do mercado (“*benchmarking*”). Esta postura por parte de alguns gestores incentiva a ocorrência de “*herding*” (vendem quando outros estão vendendo e não compram quando outros não estão comprando).

A relação agente-principal dá-se entre o gestor do fundo (agente) e os acionistas ou o capitalista (principal) e está relacionada aos incentivos que o gestor recebe quando atinge as metas estabelecidas ou obtém um ótimo desempenho profissional. O gestor do fundo, com receio de obter um desempenho abaixo da média do mercado, o que comprometeria a sua remuneração, acaba tomando medidas de acordo com o que os seus pares bem informados estão fazendo. Isto faz com que o seu desempenho se aproxime da média do mercado e o seu bônus fique garantido.

Contágio Puro x Contágio Baseado nos Fundamentos

A ocorrência do chamado contágio puro dá-se quando os países envolvidos possuem poucos vínculos comerciais e financeiros. O chamado contágio baseado nos fundamentos ocorre quando os países envolvidos possuem fortes relações comerciais, financeiras ou fazem parte de uma área de livre comércio ou mercado comum.

A Crise da Rússia, a Quebra do LTCM e a Postura de Nova York

Em 17 de agosto de 1998 a Rússia desvalorizou o rublo ao elevar o limite superior da banda cambial, declarou a reestruturação da dívida interna que iria vencer até o final de 1999 e anunciou 90 dias de moratória para a dívida externa privada.

Em 23 de setembro de 1998 o fundo de *hedge* americano LTCM, com aplicações fortemente concentradas nos países emergentes, quebrou em consequência das grandes perdas ocorridas com a crise da Rússia.

A crise de 1998-99 ocorreu devido aos problemas da Rússia, do LTCM e da postura de Nova York em relação aos mercados emergentes: quando retiraram as suas aplicações causaram um problema de liquidez.

Forbes e Rigobon

A tese de Forbes e Rigobon para a investigação empírica sobre contágio é calcular a correlação entre os retornos dos ativos dos países envolvidos no período de crise e no de tranquilidade e verificar se ocorreu um aumento significativo da relação. A novidade apresentada pelos autores é reconhecer que o aumento da volatilidade do retorno do ativo no país onde se iniciou a crise, medida pela variância do retorno, tende a distorcer o cálculo da correlação, tendendo a superestimá-la, de acordo com o Teorema Normal da Correlação (1995 em Economia, 1978 na Matemática). Os autores propõem um ajuste no cálculo da correlação a partir deste aumento ocorrido na variância. O objetivo é diagnosticar se ocorreu contágio ou não, não se preocupando em identificar quais foram as suas causas.

A Metodologia

A metodologia usada para identificar uma possível mudança estrutural nos dados foi a de Forbes e Rigobon (1999). Estendeu-se a análise para o campo multivariado, que permite a consideração de vários países simultaneamente. (Dungey, Fry, Gonzáles-Hermosillo e Martin, 2004).

Os países considerados são o Brasil, a Rússia e a Argentina. A Rússia sofreu um choque adverso em agosto de 1998 cujas consequências foram transmitidas para outros países, particularmente para o Brasil.

A variável objeto da investigação é a taxa de câmbio e a política cambial na qual ela está inserida. Entretanto, devido ao fato de os países em questão usarem o sistema de bandas cambiais (Brasil e Rússia) ou o *currency board* (Argentina) no período considerado, utilizaram-se outras duas variáveis intermediárias, que são o *spread* dos títulos no mercado internacional e o índice da bolsa de valores, e que captam o risco

atribuído pelo mercado àquele país e a postura dos investidores em relação ao país considerado, fatores estes que afetam o fluxo de capital na direção daquele país e o conseqüente impacto sobre a taxa de câmbio.

Fontes dos Dados

Para o *spread*, as fontes de dados foram a Bloomberg e a Reuters, e para o índice das bolsas de valores, as fontes foram as bolsas de cada país (Micex, Merval e Bovespa). Os índices foram convertidos em dólar dos Estados Unidos. A frequência dos dados é diária e cobre o período de 2 de janeiro de 1997 a 31 de março de 2000, com a amostra sendo segmentada em quatro partes.

A Econometria

O teste de Forbes e Rigobon foi aplicado por meio do uso da econometria por permitir a análise multivariada dos três países considerados, tendo a amostra sido segmentada em dois períodos: crise e tranqüilidade.

Foi estimado o sistema de regressões a seguir:

$$\left(\frac{z_{1,t}}{\sigma_{x,1}}\right) = \alpha_{1,2} \left(\frac{z_{2,t}}{\sigma_{x,2}}\right) + \alpha_{1,3} \left(\frac{z_{3,t}}{\sigma_{x,3}}\right) + \gamma_{1,2} \left(\frac{z_{2,t}}{\sigma_{x,2}}\right) d_t + \gamma_{1,3} \left(\frac{z_{3,t}}{\sigma_{x,3}}\right) d_t + \eta_{1,t}$$

$$\left(\frac{z_{2,t}}{\sigma_{x,2}}\right) = \alpha_{2,1} \left(\frac{z_{1,t}}{\sigma_{x,1}}\right) + \alpha_{2,3} \left(\frac{z_{3,t}}{\sigma_{x,3}}\right) + \gamma_{2,1} \left(\frac{z_{1,t}}{\sigma_{x,1}}\right) d_t + \gamma_{2,3} \left(\frac{z_{3,t}}{\sigma_{x,3}}\right) d_t + \eta_{2,t}$$

$$\left(\frac{z_{3,t}}{\sigma_{x,3}}\right) = \alpha_{3,1} \left(\frac{z_{1,t}}{\sigma_{x,1}}\right) + \alpha_{3,2} \left(\frac{z_{2,t}}{\sigma_{x,2}}\right) + \gamma_{3,1} \left(\frac{z_{1,t}}{\sigma_{x,1}}\right) d_t + \gamma_{3,2} \left(\frac{z_{2,t}}{\sigma_{x,2}}\right) d_t + \eta_{3,t}$$

Nestas regressões $z_{i,t}$ ($i=1,2$ e 3) representa cada um dos três países considerados (Brasil, Rússia e Argentina), $\alpha_{i,j}$ são os coeficientes relacionados ao período de tranqüilidade, $\gamma_{i,j}$ são os coeficientes relacionados ao período de crise, $\sigma_{x,i}$ é o desvio padrão da variável no período como um todo e d_t é uma variável *dummy* que vale 0 no período de tranqüilidade e 1 no de crise. Os coeficientes $\gamma_{i,j}$ estimados encontram-se na Tabela 1.

tabela 1 – os coeficientes

	Ativo Estimação	Spread	Bolsa
1.	$\gamma_{2,1}$	0,16	0,05
	$\gamma_{3,1}$	1,03**	0,54**
	$\gamma_{3,2}$	-0,32**	0,02
2.	$\gamma_{2,1}$	-2,71**	0,82**
	$\gamma_{3,1}$	1,56	0,21
	$\gamma_{3,2}$	-0,40	0,08
3.	$\gamma_{2,1}$	-8,40**	n. d.
	$\gamma_{3,1}$	-16,36**	n. d.
	$\gamma_{3,2}$	1,26**	n. d.
4.	$\gamma_{2,1}$	1,18**	-0,22**
	$\gamma_{3,1}$	1,24**	0,52**
	$\gamma_{3,2}$	-0,16**	0,05**

** indica significância a 5%

n. d. dados não disponíveis para o período.

O Teste de Chow

O teste de Chow para mudança estrutural nos dados foi aplicado sobre os coeficientes $\gamma_{i,j}$, que captam o contágio. Rejeitar a hipótese nula constitui uma evidência a favor da ocorrência de contágio. Os coeficientes significativos encontram-se indicados na Tabela 1.

Resultados Empíricos

Um primeiro resultado obtido com a pesquisa e a revisão da literatura empírica e teórica é a de que o contágio existe de fato. Os argumentos a favor dos fundamentos macroeconômicos e da influência das expectativas sobre a ocorrência do ataque especulativo são realistas e devem ser complementados com explicações que identificam o contágio como a causa geradora. Uma tese interessante é a de que o pacote da política econômica conta quando se quer entender ou evitar a ocorrência do ataque especulativo, visto este como aspectos de política econômica interna (monetária, fiscal), externa (exportações, dívidas de curto

prazo, transações correntes e balanço de pagamentos) e de contágio (comportamento do mercado financeiro internacional, comércio e vínculos financeiros entre os países e termos de troca). (Latif, 2000).

O segundo resultado empírico foi o de que ocorreu contágio entre o Brasil e a Rússia via mercado de títulos internacionais. Conclusão similar obteve-se para a relação entre o Brasil e a Argentina e entre a Argentina e a Rússia. O critério adotado é o do maior número de ocorrências de contágio entre as quatro estimativas feitas para o *spread*, ainda que pontualmente um determinado coeficiente possa ter se mostrado não significativo. O *spread* mostrou ser o melhor instrumento para diagnosticar a ocorrência de contágio entre os dois ativos considerados.

O contágio ocorrido entre o Brasil e a Rússia e entre a Argentina e a Rússia é do tipo puro, enquanto que o contágio entre o Brasil e a Argentina é do tipo baseado nos fundamentos. Os Gráficos 1A e 1B mostram o comportamento do *spread*. As duas linhas tracejadas na vertical identificam as crises da Rússia (17 de agosto de 1998) e do Brasil (13 de janeiro de 1999).

gráfico 1A - spread - Rússia

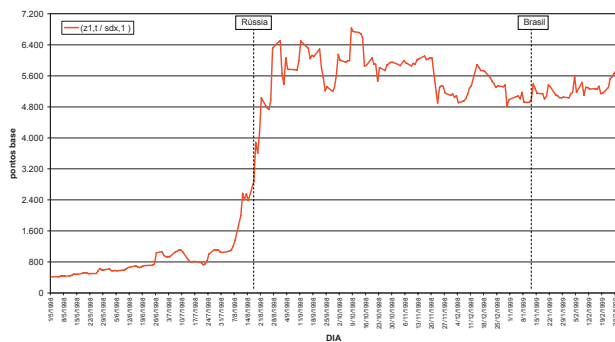
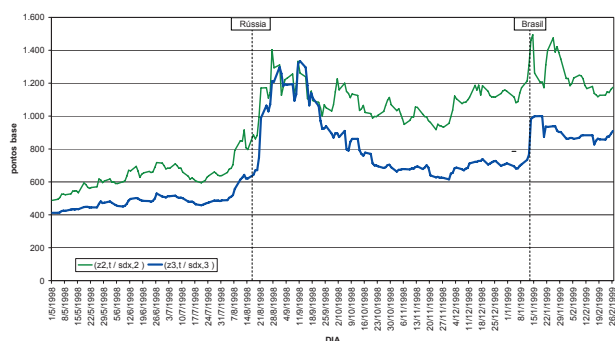


gráfico 1B - spread - Brasil e Argentina



O terceiro resultado obtido foi o de que o mercado de capitais funcionou também como um canal de transmissão dos problemas financeiros internacionais vividos à época e particularmente na relação entre o Brasil e a Rússia. No caso da relação entre a Argentina e a Rússia, constatou-se também a transmissão dos efeitos. No caso do Brasil para a Argentina, os resultados obtidos não mostram a ocorrência de contágio por meio da bolsa. O critério adotado para a análise da ocorrência de contágio é similar ao adotado para o *spread*. Os Gráficos 2A, 2B e 2C ilustram o desempenho das bolsas de valores.

gráfico 2A - bolsa de valores - Rússia



gráfico 2B - bolsa de valores - Brasil

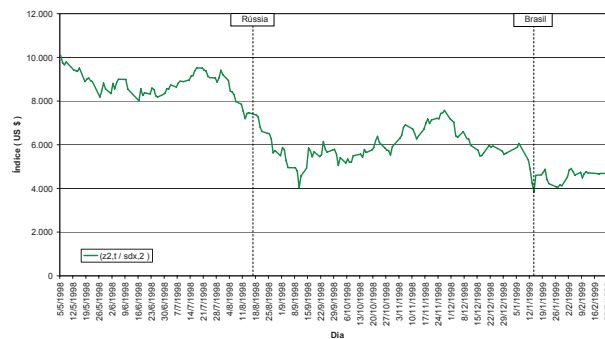
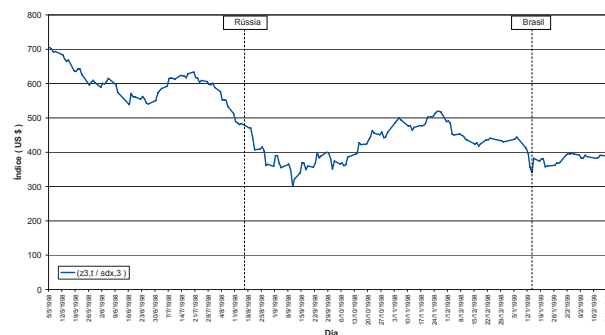


gráfico 2C - bolsa de valores - Argentina



Tanto no caso do *spread* como no caso do mercado de capitais a questão passou por Nova York, uma vez que o Brasil e a Rússia, e mesmo a Argentina e a Rússia, possuem poucos vínculos comerciais e financeiros diretos.

Uma quarta constatação refere-se aos choques que não são antecipados pelo mercado e outros que são. As conseqüências dos choques não antecipados são sempre mais drásticas.

Ficou evidente que o mercado não esperava a declaração de moratória da Rússia e a conseqüente quebra do LTCM. Posteriormente, a ocorrência da crise cambial no Brasil em janeiro de 1999 foi vista pelo mercado como algo inevitável e daí antecipada. Este fato pode ser verificado nos Gráficos 1 e 2.

Uma quinta constatação diz respeito ao comportamento da bolsa de valores durante períodos de turbulência no mercado financeiro internacional. O índice da bolsa de valores tende a sofrer quedas consideráveis durante períodos de turbulência no mercado financeiro internacional e a volatilidade do índice aumenta de forma considerável. Este fato também pode ser constatado nos Gráficos 2A, 2B e 2C. Este resultado é similar ao reportado por Corsetti, Pericoli e Sbracia (2001).

O sexto resultado obtido é o referente ao teste de robustez que foi realizado ao se alterar o período de estimação inicialmente proposto para o *spread* e para a bolsa. Consideraram-se quatro períodos de estimação diferentes para cada país e para cada ativo. Os resultados obtidos foram consistentes, o que reforça a tese da ocorrência de contágio entre os países e na direção indicada anteriormente.

Um sétimo resultado obtido foi de caráter metodológico e se refere ao próprio teste da técnica de Forbes e Rigobon multivariada utilizada. Como esta é uma metodologia nova (2004), são indicados os seus prós e contras, sendo que os resultados obtidos podem servir de referência para outros pesquisadores interessados na investigação empírica sobre contágio, tanto no Brasil como internacionalmente.

Conclusão

Constatou-se a ocorrência de contágio à época da crise cambial vivida pelo Brasil no período 1998-99 e também que o contágio é algo factível, dada a interligação cada vez maior do sistema financeiro internacional com a globalização. Portanto, os formuladores de política econômica devem estar atentos também para este fato, além dos fundamentos e das expectativas, antecipando-se aos mesmos sempre que possível. Ademais, é preciso pensar, com antecedência, em medidas que permitam minimizar os efeitos do contágio para o caso de este voltar a ocorrer.

Referências

- Dungey, M.; Fry, R.; González-Hermosillo, B.; Martin, V. L. *Empirical modeling of contagion: a review of methodologies*. Washington, May 2004. Disponível em : <<http://www.imf.org>> IMF Working Paper/04/78.
- Forbes, K. J.; Rigobon, R. *No contagion, only interdependence: measuring stock market co-movements*. Cambridge, Jul. 1999. Disponível em: <<http://www.nber.org>> NBER Working Paper 7267.
- Guidugli, S. T. *Análise multivariada do efeito contágio no episódio de ataque especulativo e crise cambial envolvendo o Brasil, a Rússia e a Argentina no período 1998-99*. São Paulo, 2005. Tese de Doutorado apresentada à FEA – USP.