

## análise de conjuntura

### Finanças Públicas

VERA MARTINS DA SILVA

p. 3 Vera Martins da Silva examina a conjuntura econômica brasileira, com ênfase nas contas públicas do governo central.

### Setor Externo

VERA MARTINS DA SILVA

p. 7 Vera Martins da Silva faz uma análise do setor externo brasileiro, destacando a evolução da conta de transações correntes, o valor das exportações e a variação nas reservas internacionais.

## temas de economia aplicada

### Da Economia à Cultura: a Guinada Epistemológica de Harold Innis

JULIO LUCCHESI MORAES

p. 11 Julio Lucchesi Moraes prossegue com a série de estudos sobre o pensamento do economista, historiador e teórico da Comunicação, Harold Innis, destacando a passagem da etapa Histórico-Econômica em direção à sua Teoria da Comunicação.

### Prêmio de Risco Brasileiro: Metodologias e Algumas Extensões

MICHAEL TULIO RAMOS DE FRANÇA

p. 17 Michael Tulio Ramos de França dá continuidade à série de artigos que revisam as metodologias utilizadas na estimação do prêmio de risco brasileiro.

### A Participação das Mulheres na Carreira de Economista

FERNANDO MOREIRA COUTO DE LIMA

p. 26 Fernando Moreira Couto de Lima faz uma revisão de literatura sobre as possíveis causas do *gap* salarial e promocional entre homens e mulheres, com ênfase no mercado de trabalho de Economia.

### O Programa Bolsa Família Gera um “Efeito Preguiça”?

VITOR KAYO DE OLIVEIRA

p. 36 Vitor Kayo de Oliveira estima o impacto do Programa Bolsa Família sobre a busca por emprego e sobre o tempo ofertado de trabalho, utilizando o método de pareamento por escore de propensão.

### Relatório de Indicadores Financeiros

NEFIN-USP

p. 41 O NEFIN apresenta os principais fatores de risco utilizados na literatura (*dividend yield*, *short interest* e *IVol-BR*), utilizando dados brasileiros.

## pensando o Brasil

### Repensando a Crise

CARLOS LUQUE, SIMÃO SILBER, ROBERTO ZAGHA

p. 45 Nos meses de novembro, dezembro e janeiro teremos artigos de Carlos Luque, Simão Silber e Roberto Zagha, respectivamente, professor da FEA/USP e presidente da FIPE; professor da FEA/USP, e ex-secretário do Banco Mundial, nos quais são discutidos os problemas e desafios enfrentados pela economia brasileira neste momento de crise, propondo medidas que ajudem na retomada do crescimento sustentado de longo prazo.

### O Remédio se Tornou Doença

CARLOS LUQUE, SIMÃO SILBER, ROBERTO ZAGHA

### A Economia Brasileira Não Deve Parar

CARLOS LUQUE, SIMÃO SILBER, ROBERTO ZAGHA

## pesquisa na fea – Economia

## economia & história

### Cartografia Digital: os Mapas Paulistas como Fonte Histórica

LUCIANA SUAREZ LOPES

p. 51 A partir desse mês, será inaugurada a seção Pesquisa na FEA - Economia, que tem por objetivo divulgar a pesquisa acadêmica desenvolvida por mestrandos e doutorandos do Departamento de Economia da FEA/USP. Neste intuito, serão publicados os resumos das dissertações e teses defendidas recentemente.

p. 54 Luciana Suarez Lopes faz uma discussão sobre a disponibilização da versão digital de uma série de mapas históricos e publicações cartográficas diversas do Estado de São Paulo.

## Observatório do Emprego e do Trabalho

O Observatório do Emprego e do Trabalho oferece aos formuladores de políticas públicas um conjunto de ferramentas inovadoras para aprimorar as possibilidades de análise e de compreensão da evolução do mercado de trabalho.

O Observatório inova a análise do mercado de trabalho em dois aspectos importantes. Primeiro, utiliza um conjunto de indicadores novos, especialmente criados pelos pesquisadores da FIPE, os quais juntamente com indicadores mais conhecidos e tradicionais permitirão um acompanhamento mais detalhado do que ocorre no mercado de trabalho. Segundo, porque estes indicadores podem ser utilizados tanto para analisar o mercado como um todo, quanto para analisar aspectos desagregados do mercado como, por exemplo, uma ocupação ou um município. São indicadores poderosos, que oferecem uma visão de curto prazo e também podem formar uma série histórica. O conjunto de indicadores pode ser usado para acompanhar tanto as flutuações decorrentes das alterações conjunturais de curto prazo quanto as evoluções estruturais de longo prazo. Mensalmente é divulgado um Boletim que apresenta um resumo do que ocorreu no mercado de trabalho do Estado. As bases de dados que originam as informações divulgadas pelo Observatório são: a) CAGED (MTE); b) RAIS (MTE); c) PNAD (IBGE).

O Observatório do Emprego e do Trabalho foi desenvolvido e é mantido em conjunto pela Secretaria do Emprego e Relações do Trabalho do Governo do Estado de São Paulo (SERT) e pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas da USP (FIPE).

Para saber mais, acesse:

<http://www.fipe.org.br/projetos/observatorio/>

INFORMAÇÕES FIPE É UMA PUBLICAÇÃO MENSAL DE CONJUNTURA ECONÔMICA DA FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS – ISSN 1678-6335

### Conselho Curador

Juarez A. Baldini Rizzieri  
(Presidente)  
Andrea Sandro Calabi  
Denisard C. de Oliveira Alves  
Eduardo Amaral Haddad  
Francisco Vidal Luna  
Hélio Nogueira da Cruz  
José Paulo Zeetano Chahad  
Simão Davi Silber

### Diretoria

**Diretor Presidente**  
Carlos Antonio Luque  
**Diretora de Pesquisa**  
Maria Helena Garcia  
Pallares Zockun  
**Diretora de Cursos**  
Vera Lucia Fava

### Pós-Graduação

Márcio Issao Nakane  
**Secretaria Executiva**  
Domingos Pimentel  
Bortoletto  
**Conselho Editorial**  
Heron Carlos E. do Carmo  
Lenina Pomeranz



Luiz Martins Lopes  
José Paulo Z. Chahad  
Maria Cristina Cacciamali  
Maria Helena G. Pallares Zockun  
Simão Davi Silber

### Preparação de Originais e Revisão

Alina Gasparello de Araujo

<http://www.fipe.org.br>

### Editora-Chefe

Fabiana F. Rocha

### Produção Editorial

Sandra Vilas Boas

# análise de conjuntura



## Finanças Públicas: Sinais Suaves de Retomada

VERA MARTINS DA SILVA (\*)

Um dos efeitos mais penosos da recessão é seu impacto negativo sobre a receita pública em um momento em que as pessoas mais precisam recorrer a serviços públicos de saúde, educação e transferências de renda. O setor privado sofre uma drástica redução de atividade e geração de emprego e renda, sendo então o setor público a saída para muitas famílias. Pressionado pelo aumento da demanda por serviços públicos e queda das receitas, o setor público acaba incorrendo em déficits ao longo do processo recessivo. Porém, o quadro legal brasileiro exige que os entes federativos atinjam metas, mesmo que de déficits orçamentários, na tentativa de planejar, organizar suas contas e conter o avanço do endividamento público e, se possível, revertê-lo. O que ocorreu na economia brasileira neste período

recente é a pior recessão de que se tem memória ou vivência. É claro que se trata de um Estado como um todo muito mais denso e articulado do que no passado. Mas é esse mesmo arranjo estatal que está sendo questionado ao se reverter o estatismo exagerado das administrações públicas anteriores e se caminhar para a redução de atribuições e ações estatais. E sobretudo com a intenção de reduzir benefícios governamentais a setores econômicos, amplamente disseminados anteriormente. Tais benefícios, sem dúvida, ocasionaram a queda de receitas públicas e não necessariamente geraram os empregos desejados.

Esta nota de conjuntura apresenta-se dentro deste quadro geral, com destaque para as contas públicas do governo central. Cabe lembrar

que, embora os Estados e Municípios também sejam obrigados a divulgar suas contas, há uma contabilização de fatos que obedece às orientações de seus respectivos Tribunais de Contas, o que não impede a análise agregada das informações, mas a compromete. Isto é especialmente mais relevante quanto aos dados da Previdência Própria de Estados e Municípios e seus (des)enquadramentos nos limites possíveis da Lei de Responsabilidade Fiscal. Em relação às informações oficiais do governo federal, nota-se que a arrecadação começa a se recuperar, ainda que suavemente.

Observando apenas o mês de setembro de 2017 relativamente ao mesmo mês de 2016, pode-se dizer que o Resultado Primário apresentou uma ligeira melhora, passando

do déficit de R\$ 26 bilhões em setembro de 2016 para um déficit de R\$ 23 bilhões em setembro deste ano. Pode-se dizer que este é um sinal de melhor desempenho das contas públicas, pois esse resultado foi consequência do aumento da Receita Total em 8% e da Despesa Total em apenas 3,6%. Um bom sinal, sem dúvida, pois à medida que a economia começa a ganhar tração, a tendência é de forte recuperação das receitas públicas.

No entanto, o acumulado do ano continua mostrando a precariedade das contas do governo central. E assim como este, todos os demais entes federativos continuam padecendo de receitas em queda e despesas que teimam em aumentar – o velho drama da recessão sobre as contas públicas. No acumulado de janeiro a setembro do ano de 2017, o Déficit Primário ficou em R\$ 108 bilhões contra R\$ 101 bilhões nesse mesmo acumulado de 2016; ou seja, um aumento de 4,2%. Nesse período de análise de nove meses, a Receita Total cresceu magros 1,4% (fruto da recessão), a Despesa Total se expandiu 0,7% e o maior item de crescimento foi a Transferência por Repartição de Receitas (8%). No caso das Transferências, o aumento de R\$ 12 bilhões foi possível devido ao aumento da arrecadação da base das Transferências Constitucionais, R\$ 7,4 bilhões, e ao aumento do repasse das Compensações Financeiras, especialmente as ligadas à produção de petróleo (R\$ 4,7 bilhões). Depois das Transferências

a Outros entes federativos, a Receita Líquida cresceu apenas 0,2%, o que implicou aumento de Déficit Primário.

O Resultado conjunto do Tesouro e Banco Central foi de R\$ 13 bilhões entre janeiro e setembro de 2016 e de R\$ 34 bilhões entre janeiro e setembro de 2017. Um sinal sutil de retomada da economia é o crescimento da receita do Imposto de Renda, de 4,2% no acumulado do ano, cerca de R\$ 10 bilhões. Isto mostra a retomada da renda, mesmo que suave, podendo-se esperar aumento do consumo nos momentos seguintes. Além disso, continua a redução de Incentivos Fiscais, em 80% entre esses dois momentos, chegando a apenas R\$ 20 milhões no acumulado de janeiro a setembro de 2017. O desmonte do enorme conjunto de benefícios fiscais do governo anterior está sendo consolidado. Apesar de o sistema tributário nacional ser enorme, complexo e disfuncional, esta é uma atitude acertada, pois simplifica e retira benesses dadas a grupos econômicos específicos, normalmente aqueles envolvidos em esquemas de corrupção e desvios de recursos públicos.

Ainda do lado da receita, o aumento da Cota-parte das Compensações Financeiras ajudou a melhorar o resultado do governo central. O aumento de R\$ 8,6 bilhões aconteceu em função do aumento do preço e da produção do petróleo, significando um crescimento de

48% nesse item de receita. Outro item de grande importância foi o aumento do recebimento de dividendos, sendo o grande destaque o aumento dos dividendos pagos pelo BNDES, de R\$ 3,4 bilhões. As mudanças do papel do BNDES – com o pagamento substancial de dividendos, o retorno de valores considerados ilegais para a sua capitalização e a adoção da Taxa de Longo Prazo (TLP) nas operações de concessão de empréstimo – são também em termos de maior transparência e redução de subsídios financeiros expressivos, que não passavam pelo orçamento público.

O resultado do Regime Geral da Previdência apresentou aumento do déficit de R\$ 117 bilhões para R\$ 142 bilhões nesse acumulado de nove meses. Neste caso, o problema é mesmo o aumento da despesa, pois com a possibilidade de uma reforma do sistema previdenciário e do envelhecimento da população aumentaram os pedidos de aposentadoria. Por outro lado, a Receita do Regime Geral parou de cair e até passou a apresentar um pequeno aumento. A Receita Previdenciária desse Regime Geral aumentou R\$ 936 milhões no acumulado de janeiro até setembro de 2017 em relação ao mesmo período do ano anterior, embora apenas 0,4% sejam mais um sinal sutil de retomada da atividade econômica.

A novidade neste caso foi o aumento da arrecadação do setor rural (10%) em função de finalmente ter

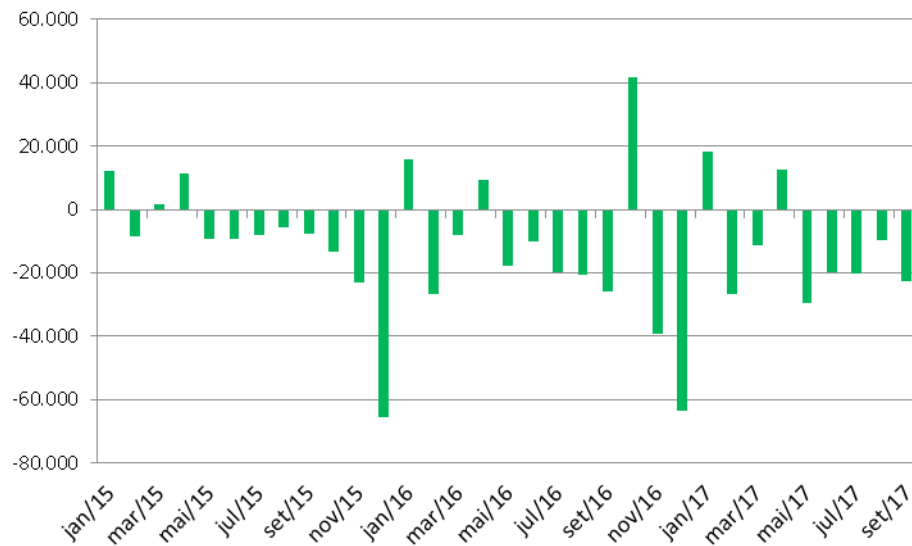
havido uma decisão do Supremo Tribunal Federal reafirmando a legalidade da cobrança do Fundo de Assistência ao Trabalhador Rural (Funrural), que era objeto de discussão e não pagamento por parte dos produtores rurais. A partir de agora essa receita passa a ser recolhida, apesar do perdão de parte da dívida passada ter sido objeto de barganha no jogo político de permanência no poder pelo grupo dominante. Aliás, o que está se tornando o novo normal é o não pagamento de uma série de tributos e o perdão posterior dos encargos atrasados pelo governo. Fica então a mensagem e incentivo negativos: atrasar o pagamento de tributos compensa e quem paga corretamente acaba suportando o grosso da carga tributária. É um incentivo e tanto para a sonegação e postergação de impostos. Mas isso não se aplica apenas aos produtores rurais e está sendo disseminado na sociedade. Já a arrecadação dos setores urbanos cresceu mingua-dos 0,1%, ou seja, ficou estável. Resta saber se a reforma trabalhista que acaba de entrar em vigor vai mesmo incentivar o emprego formal e conseqüentemente a Receita

Previdenciária, ou se isso vai ser um tiro no pé da arrecadação.

Pelo lado da despesa, as despesas Com Pessoal e Encargos tiveram expansão de R\$ 20 bilhões, 10% maior do que entre janeiro e setembro de 2016, o que foi compensado pela redução de R\$ 28 bilhões das Despesas Discricionárias, reduzidas em 14%. Entre as Despesas Discricionárias, houve queda principalmente das Despesas do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC): redução de R\$ 12,4 bilhões e outros R\$ 11,5 bilhões em Outras Despesas, com destaque para a redução de R\$ 6,3 bilhões dos valores de Subsídios, Subvenções e Proagro, especialmente de R\$2,7 bilhões das despesas ligadas ao Programa de Sustentação do Investimento (PSI) (criado em 2009 para combater os efeitos da crise internacional no Brasil e que financiava equipamentos, ônibus e caminhões e máquinas agrícolas a juros muito mais baixos do que os de mercado). Ou seja, em execução o desmonte de alguns programas dos governos petistas, a redução da maioria dos programas não obrigatórios e a administração com o intento de

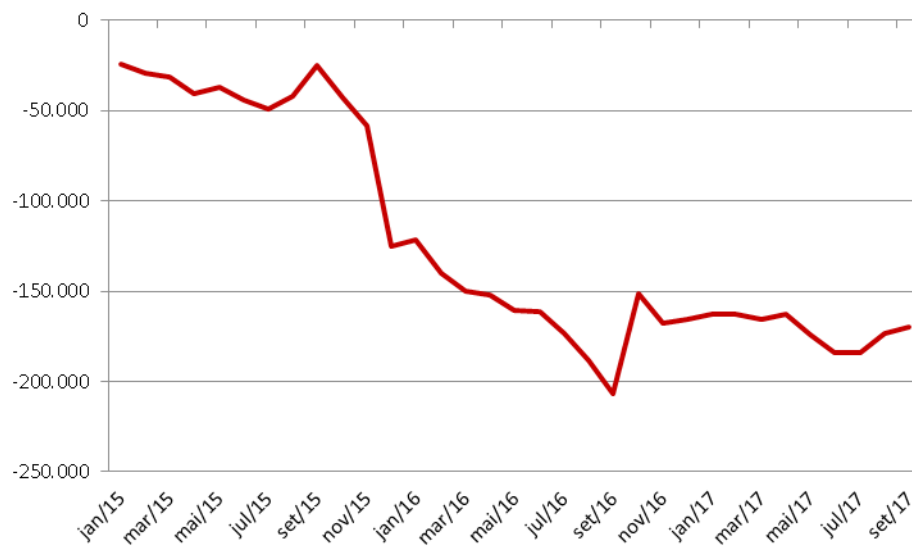
privatizar um grande conjunto de ações e empresas até então sob gestão direta do governo federal. Há ainda um conjunto de medidas para melhorar a gestão fiscal, com a proposta de unificação da contabilização de Estados e Municípios, em que se espera melhorar a qualidade da informação agregada, uma definição mais precisa da separação de contas entre Tesouro Nacional e Banco Central e algumas mudanças nas regras para obtenção de benefícios previdenciários, a famosa reforma previdenciária desidratada. Agenda complexa e de implementação demorada. Enquanto isso, a existência de Déficits Primários é o novo normal, como pode ser visto nos Gráficos 1 e 2, nos quais se observam os Resultados Primários desde janeiro de 2015 até setembro de 2017, em valores mensais (Gráfico 1) e no acumulado em 12 meses (Gráfico 2). Apesar da grande variabilidade nos valores mensais, o Déficit Primário está na casa dos R\$ 170 bilhões. Isto significa que é impossível abater os juros da dívida que continuam se capitalizando e aumentando-a exponencialmente.

Gráfico 1 - Resultado Primário do Governo Central - Jan 2015 a Set 2017 - Dados Mensais Reais (IPCA)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional - R\$ milhões.

Gráfico 2 - Primário Governo Central Acumulado em 12 Meses Real (IPCA) - Jan 2015 a Set 2017 - R\$ Milhões



(\*) Economista e doutora pela USP.  
(E-mail: veramartins2702@gmail.com).

## Setor Externo: Tranquilidade Recessiva

VERA MARTINS DA SILVA (\*)

O setor externo é o único aspecto da economia brasileira que não apresenta uma situação delicadamente frágil, ao contrário do âmbito fiscal, ainda muito combalido e de um mercado de trabalho com fortíssimo desemprego. Apesar da colossal recessão, é possível ver a atividade econômica se recuperando, ainda que a passo de tartaruga. O setor externo passou por um profundo ajuste já no início do processo recessivo e agora está relativamente tranquilo. Isso é fruto da flutuação cambial e do desmonte das operações financeiras ligadas às flutuações cambiais e do processo de retorno ao normal da política monetária americana sem grandes sustos ou solavancos. A mudança anunciada do novo presidente do Banco Central americano acalmou os mercados de uma pequena onda

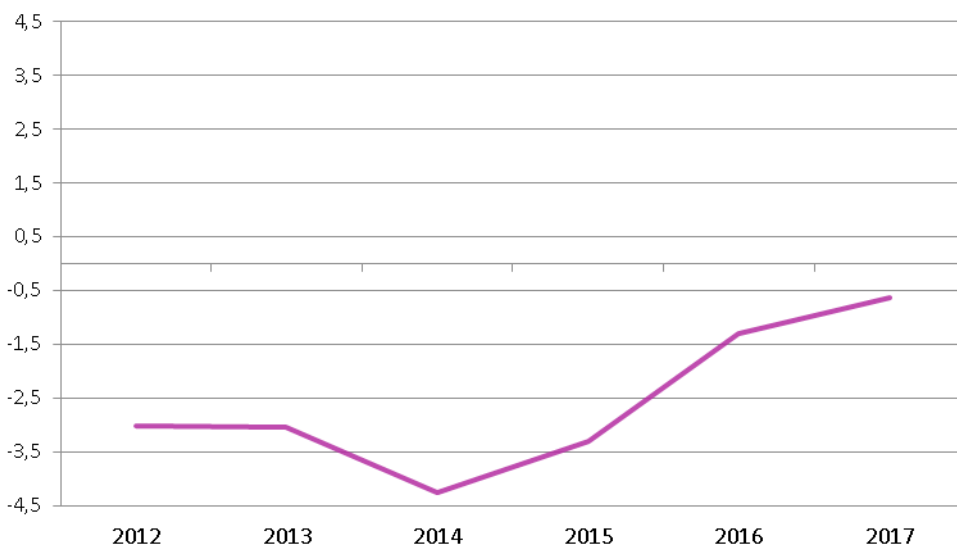
de instabilidade. O quadro internacional sugere bons tempos à frente.

Os dados mais recentes do Balanço de Pagamentos, quando da elaboração desta nota de conjuntura, diziam respeito a setembro de 2017, reproduzidos na Tabela 1. Essa tabela mostra o Balanço de Pagamentos para o mês de setembro e o acumulado entre janeiro e setembro de 2016 e 2017, com destaque em amarelo para as contas principais.

Nas Transações Correntes, o déficit foi reduzido de R\$ 14 bilhões entre janeiro e setembro de 2016 para espantosos US\$ 3 bilhões, sendo que em setembro houve um superávit de US\$ 434 milhões. Esses montantes reduziram a participação de Transações Correntes

sobre o PIB de 1,1% entre janeiro e setembro de 2016 para 0,18% em 2017, resultado oposto ao histórico brasileiro, tornando a economia interna praticamente independente de financiamento externo. Isto apesar da sempre presente pressão por pagamentos de Serviços (-US\$ 22 bilhões entre jan/set 2016 e - US\$ 24 bilhões entre jan/set 2017, respectivamente) e a sempre negativa Balança de Renda Primária, antiga Renda de Fatores de Produção, (-US\$ 28 bilhões em jan/set 2016 e -US\$ 31 bilhões jan/set 2017). O Gráfico 1 mostra a relação entre Transações Correntes e o PIB estimado, indicando que pelo lado comercial, o setor externo está “tranquilo” por enquanto, ainda que à custa de um ajuste recessivo.

Gráfico 1 - Transações Correntes (TC) em Relação ao PIB (%) - Brasil, Dez 2012 a Set 2017 – Valores Acumulados em 12 Meses da TC em Relação ao PIB Estimado



Fonte: Indicadores Econômicos do Bacen.

O resultado positivo da Balança Comercial foi o motor desse ajuste forçado, com um crescimento de US\$ 34 bilhões para US\$ 51 bilhões nesses nove meses em destaque, ou seja, um crescimento de 50% no período, efeito da recuperação forte na economia internacional e da economia doméstica ainda muito fraca. Tanto Exportações como Importações cresceram, tornando o país relativamente mais aberto ao exterior, tendo, portanto, o bônus de compras mais eficientes, ainda que com o ônus de ampliar sua sensibilidade aos riscos de mercados externos. Entre janeiro e setembro de 2016 o fluxo de comércio, Exportações mais Importações, foi de US\$ 243 bilhões e entre período semelhante em 2017 subiu para US\$ 277 bilhões – expansão de 14%. Apesar dessa abertura, a economia brasileira é ainda muito fechada e sua abertura ajudaria muito no aumento da produtividade. A boa notícia é que essa expansão do comércio se deu mais pelas Exportações, que tiveram aumento de 18%, enquanto as Importações cresceram 8%.

O Gráfico 2 mostra a evolução do acumulado em 12 meses, por fator agregado das Exportações Brasileiras. Predominam os produtos básicos, o que tem levado muitos analistas a criticarem o modelo econômico atual, no sentido de estar havendo uma reprimarização da economia brasileira, que se torna excessivamente dependente da exportação de *commodities*. De fato, após a pujança dos preços internacionais da maioria das *com-*

*modities* na primeira década deste século, houve uma reversão, que afetou negativamente o desempenho exportador nacional a partir de 2013, o que contribuiu para o fraco desempenho da economia brasileira, que também já sofria da desaceleração do investimento produtivo. A partir de 2017 os preços internacionais se recuperam e há uma reação positiva pelo lado da Exportação de básicos. Do ponto de vista do mercado de câmbio, é sempre melhor momentos de vacas gordas no mercado externo, o que permite a entrada de recursos que viabilizem as demais importações sem pressionar a taxa cambial do que o contrário. A questão primordial parece ser muito mais ligada ao destino dos recursos obtidos pelo comércio exterior do que as operações que permitiram esses saldos comerciais. O Gráfico 2 permite visualizar que também os manufaturados passaram a crescer em 2017, apesar de não tanto quanto a exportação de básicos. Isso ocorreu seja porque há uma recuperação do comércio mundial em curso, seja porque as empresas industriais passaram a competir mais em mercados externos devido à crise interna que se abateu sobre a economia doméstica.

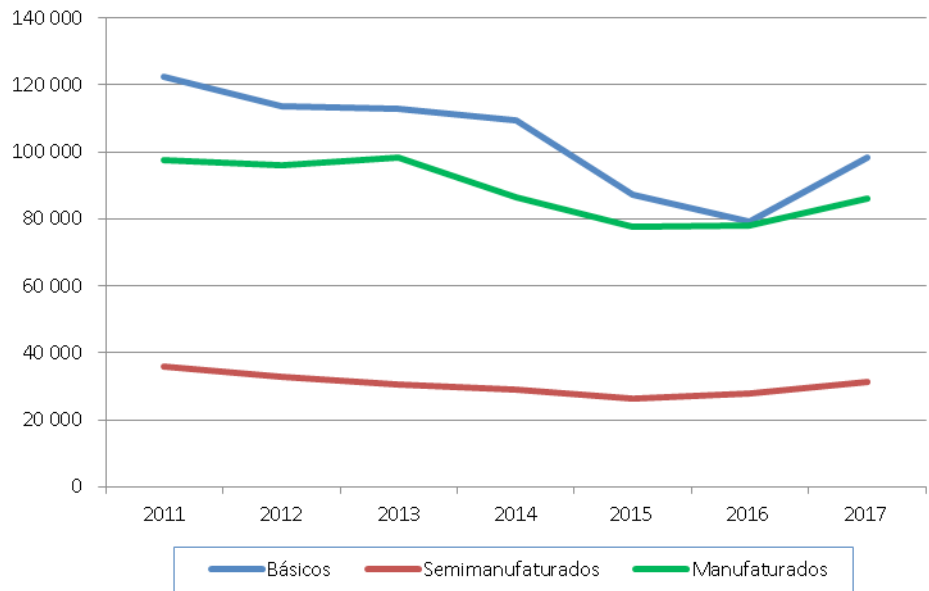
Ao lado da significativa melhoria das Transações Correntes, que mede as receitas e despesas relativas a transações entre residentes e não residentes no que tange a mercadorias e serviços, houve também mudança em termos de



melhora na Conta Financeira, que trata de compra e venda de ativos e empréstimos. Nesses nove meses do ano para os quais as informações já estão disponíveis, houve um aumento de US\$ 46 para US\$ 52 bilhões do Investimento Direto no País, e uma queda desse tipo de investimento nacional no exterior, de US\$ 7 para US\$ 3 bilhões. Então, não só o Brasil continuou a ser um local de destino para recursos externos como deixou de vazar recursos para o exterior. Com a queda de juros no Brasil, houve ajuste nas carteiras de estrangeiros que detinham títulos de renda fixa, que suavemente foram saindo do mercado nacional. No final, a participação do Investimento Direto no País está estável, sendo 3,45% entre jan/set 2016 e 3,36% entre jan/set 2017.

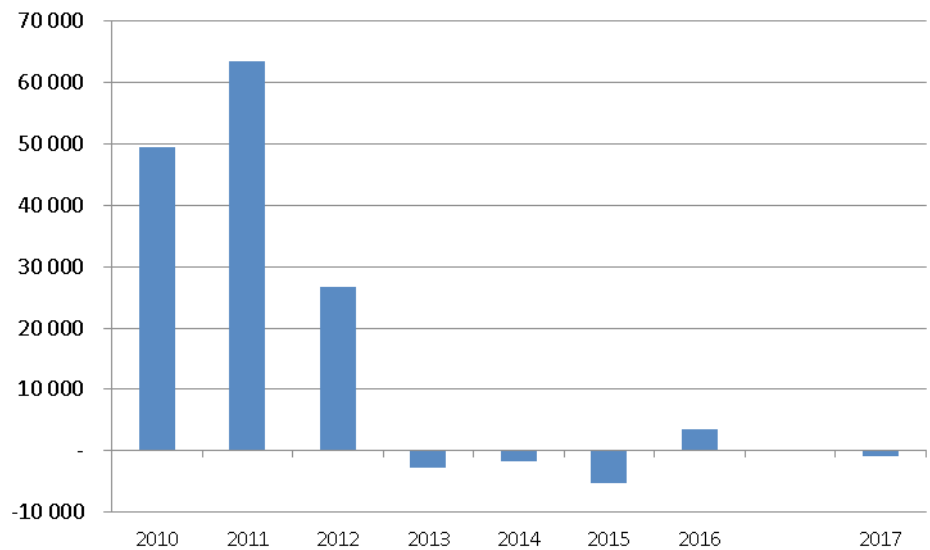
Como resultado do momento econômico atual, o País parou de acumular reservas internacionais, o que foi o marco do período de crescimento anterior, mas também parou de perdê-las e se encontra em relativo equilíbrio nesse aspecto. O Gráfico 3 mostra essa situação de relativa estabilidade nas reservas internacionais, que estão em torno de US\$ 380 bilhões, montante elevado e que poderia ser utilizado em parte para estimular a economia. Questão para debate técnico e político.

Gráfico 2 - Exportação por Valor Agregado - US\$ Milhões - Dez 2011 a Out 2017 - Acumulado em 12 Meses



Fonte: Indicadores Econômicos do Bacen.

Gráfico 3 - Variação das Reservas Internacionais Brasileiras - Dez 2010 a Out 2017



Fonte: Bacen (US\$ milhões).

Tabela 1 - Balanço de Pagamentos - Brasil – Janeiro a Setembro de 2016 e 2017 - US\$ Milhões

Discriminação	2016*		2017*	
	Set	Jan-set	Set	Jan-set
<b>I. Transações correntes</b>	<b>- 504</b>	<b>- 13 590</b>	<b>434</b>	<b>- 2 706</b>
Balança comercial (bens)	3 607	34 204	4 918	51 224
Exportações	15 747	138 747	18 622	164 228
Importações	12 141	104 543	13 704	113 004
Serviços	- 2 601	- 21 937	- 2 879	- 24 335
Renda primária	- 1 659	- 27 939	- 1 995	- 31 318
Renda secundária	149	2 083	390	1 723
<b>II. Conta capital</b>	<b>17</b>	<b>198</b>	<b>40</b>	<b>324</b>
<b>III. Conta financeira</b>	<b>- 124</b>	<b>- 7 408</b>	<b>945</b>	<b>932</b>
Investimento direto no exterior	- 237	6 683	1 170	2 935
Participação no capital	- 242	7 333	1 132	2 946
Operações intercompanhia	5	- 650	37	- 10
Investimento direto no País	5 274	46 528	6 339	51 758
Participação no capital	5 179	33 807	5 572	40 196
Operações intercompanhia	95	12 722	767	11 562
Investimento em carteira – ativos	41	- 113	1 905	8 903
Ações e cotas em fundos	- 24	- 388	1 690	7 672
Títulos de renda fixa	65	275	215	1 231
Investimento em carteira – passivos	- 4 900	- 16 001	2 110	2 184
Ações e cotas em fundos	113	7 535	815	3 063
Títulos de renda fixa	- 5 013	- 23 536	1 295	- 879
Derivativos – ativos e passivos	217	- 1 498	272	- 135
Outros investimentos – ativos	2 947	28 442	6 735	35 130
Outros investimentos – passivos	2 980	18 716	1 127	3 467
Ativos de reserva	262	8 321	439	11 507
<b>Erros e omissões</b>	<b>362</b>	<b>5 983</b>	<b>471</b>	<b>3 314</b>

Fonte: *site* do Bacen, Indicadores Econômicos. Acesso em: 08/11/2017.

(\*) Economista e doutora pela USP.  
(E-mail: veramartins2702@gmail.com).

# temas de economia aplicada



## Da Economia à Cultura: a Guinada Epistemológica de Harold Innis

JULIO LUCCHESI MORAES (\*)

O presente artigo dá continuidade à série de estudos sobre o pensamento do economista, historiador e teórico da Comunicação, Harold Innis. O objetivo desta breve reflexão é tão-somente apontar linhas gerais referentes à passagem da etapa Histórico-Econômica do pensador em direção à sua Teoria da Comunicação.

O argumento aqui mobilizado é que, longe de se tratar de uma virada abrupta ou descontínua, a virada comunicacional teria representado um aprofundamento epistemológico da prosa innisiana, materializado pelo significativo acréscimo do que aqui estamos denominando componente *político-cognitivo* de sua teoria política. Antes de avançar rumo à apresentação da teoria tardia e madura de

Innis, a opção foi centrar atenções no momento imediatamente anterior, a fase de transição. Queremos com isso dissipar a falsa percepção de ruptura do cânone do autor.

A guinada intelectual do economista de Toronto da Teoria das *Stapples* para a Teoria das Mídias não deve ser interpretada como uma fuga do tema mestre de sua trajetória acadêmica. Pelo contrário: as nuances e o novo léxico conceitual fabricados na segunda fase do pensamento innisiano que o chancelariam como um economista de primeiro grau no panteão acadêmico internacional do século XX. Adicionalmente – e tendo em conta os objetivos da presente série de artigos – julgamos indispensável revisar os antecedentes da fase comunicacional de Harold Innis,

não apenas para compreender as riquezas do pensamento desenvolvimentista canadense, mas, ambição ainda maior, para postular a incrível atualidade dessa escola de pensamento.

### 1 Vieses do Tempo e do Espaço: Mudança e Conservação na Teoria Política de Innis

Já vimos em artigo anterior que a Teoria da Comunicação de Harold Innis pode ser sumarizada em poucas palavras. Sua modelagem parte da premissa de que o processo civilizatório transcorre por ação de sucessivos ciclos nos quais ora triunfam as mídias viesadas pelo *tempo*, ora as mídias viesadas pelo *espaço*. Iniciamos também a exploração da implicação analítica seguinte a esta hipótese, ao afirmar que a hegemo-

nia de um dado viés em detrimento ao outro traria implicações de natureza política, sobretudo no que se refere às distintas modalidades de coerção postas em prática ao longo dos séculos.

A presente reflexão inicia-se precisamente aí, mediante a afirmação de que há, na transição de Innis ao universo comunicacional, uma expansão de ambições: não mais entender as particularidades histórico-econômicas do Canadá, mas sim analisar as razões de ascensão, permanência e queda dos Impérios (INNIS, 1950 e 1951).

Obviamente, o surgimento desse novo objeto de estudo (certamente ambicioso) não surgiu em um vácuo intelectual. Pelo contrário: há crescente consenso acadêmico de que a teoria da Comunicação que Innis começou a redigir na década de 1940 – e que abriria as portas para a sedimentação da própria Escola de Toronto nas décadas seguintes – possuía nítidas raízes econômicas. Liberdade e restrição, mudança e conservação, inovação e controle: os antagonismos lançados na tese das *Staples* dos anos 1920 e 1930 ganham contornos aprofundados na teoria das mídias dos anos 1940 e 1950.

A hipótese sobre a qual trabalhamos, nesse sentido, é que a virada comunicacional de Harold Innis representou uma continuação – ou, de maneira ainda mais acertada, um *aprofundamento epistemológico*

– de sua teoria econômica. Ainda mais importante, estas adições seriam particularmente heurísticas para o enfrentamento de certos desafios teóricos atuais, tema ao qual voltaremos em artigo posterior desta série. Analisando essa continuidade, afirma John Bonnett que:

Quando Innis iniciou sua incursão nos estudos comunicacionais, ele se deparou com uma tarefa central: a necessidade de criar um esquema teórico capaz de explicar as *mudanças culturais*. Era necessário justificar a mobilização de conceitos oriundos da História Econômica, o domínio que ele conhecia, no domínio ao qual ele estava penetrando, a História Cultural. Seu propósito era argumentar que as culturas (em sentido amplo do termo), bem como os múltiplos domínios que as compõem – a Política, a Religião, o Comércio etc. – eram todos sistemas complexos e hierárquicos, distintos em substância, mas semelhantes (ou talvez mesmo idênticos) em espécie. Por esta razão, todos eles eram governados pelo mesmo princípio das leis naturais: a necessidade de controle distribuído entre os atores constituintes do sistema e também sujeitos ao mesmo resultado do controle distribuído, a metaestabilidade. Por fim, eram eles também sistemas que se estendiam pelo espaço e se alongavam pelo tempo (BONNETT, 2013, p.131, tradução própria).

É importante ressaltar, outrossim, que, mesmo alterando seu tema de pesquisas, Harold Innis manteve viva a influência de seus dois principais afluentes da Economia Política: Adam Smith e Thorstein Veblen. Sobre a renovada deferência de Innis a Smith também em sua fase comunicacional, prossegue John Bonnett:

Innis começou por afirmar a natureza sistêmica dos fenômenos econômicos, fornecendo um fundamento para justificar sua afirmação de que os sistemas culturais deveriam ser vistos como análogos aos sistemas econômicos. Não surpreendentemente, ele chamou a atenção sobre as ideias de Adam Smith, cujos escritos caracterizou como ‘arquitetônicos’. [...] Na leitura de Innis, a argumentação de Smith basear-se-ia na compreensão dos sistemas econômicos como sistemas caracterizados por formas de controle distribuídas, não centralizadas. Formas de controle em que a liberdade individual e a institucional eram equilibradas pelo exercício da autorrestrição (*idem*, p.132, tradução própria).

A herança vebleniana, por sua vez, perdura na permanência de uma teoria do valor que, como vimos, não seguia a Teoria do Valor absoluto (socialista), nem a Teoria da Utilidade (neoliberal), optando, alternativamente, pela teoria dos *consensos axiológicos*. Seria justamente a flexibilidade possibili-

tada por essa teoria do valor que permitiria a Innis traçar paralelos históricos tão amplos. Ainda mais importante, seu pensamento analógico via no *sistema-preço* veble-niano um conceito analítico ideal para descrever e compreender a “organização dos múltiplos domínios da sociedade humana” (*idem*, p.133).

O que está implícito nesta afirmação não é possibilidade de uma aplicação retrospectiva das técnicas de precificação capitalistas modernas, mas sim a plasticidade heurística do conceito econômico de preço – a expressão objetiva e quantitativa das “hierarquias de sistemas econômicos descentralizados” (*idem*, p.132) – para além de sua zona inicial de formulação teórica. É somente assim que podemos entender a valoração que Innis faz de decisões do universo cultural, político ou religioso. É assim que ele fala, por exemplo, nos custos sociais de uma teoria do Direito Divino ou nas opções axiológicas (porém não monetizadas) de hierarquias eclesísticas na Idade Média.

O curioso resultado desses empréstimos conceituais foi uma prosa original, mas certamente ambivalente. Não são raros os momentos em que a terminologia econômica é mobilizada para estudar fenômenos de outras áreas das Humanidades. O termo *Monopólio* é sintomático nesse sentido. Frequentemente, vemo-lo mobilizado no sentido de monopólio econô-

mico. Por vezes, contudo, vemo-lo como sinônimo de monopólio de um dado viés midiático e por vezes vemos o uso interdependente das duas acepções (NEILL, 1972, p.100). Para o bem e para o mal, Innis não pareceu preocupado em esclarecer nenhum desses pontos, deixando à História mais um (entre muitos) enigmas sem resposta.

## 2 Cooperativas e Províncias: Prelúdios da Guinada Epistemológica

Evidentemente, a grande questão que deve ser colocada é: qual foi o exato motivo pelo qual Harold Innis realizou sua migração temática? Uma primeira interpretação seria ver nessa mudança um desdobramento lógico de sua teoria das *Staples*. Em meados dos anos 1930, Innis já havia dado conta de analisar as estruturas socioeconômicas vinculadas às principais *Staples* da História Econômica canadense: o comércio e extração de pele, a pesca na costa Atlântica, a Corrida do Ouro no Noroeste do país, a fronteira agrícola tritícola. Em 1937, teria ele iniciado o estudo de outro bem primário de crescente relevância: o setor de papel e celulose (WERNICK, 1986, p.141; SPRY, 1999, p.107). Nessa época, o Canadá passou a ser grande exportador dessa *commodity*, sendo os Estados Unidos o principal destino (INNIS, 1942). Curiosamente, o novo ciclo econômico atrelava-se à fabricação de um produto final qualitativamente distinto dos anteriores: a

mídia impressa – sobretudo os jornais de circulação diária consumidos, inclusive, pelo Canadá.

Seria diante da constatação de que o “Canadá exportava papel e importava ideias” (Cf. ACLAND, 1999) que Innis teria migrado o foco de suas atenções das *Staples* para as *Mídias*.<sup>1</sup> Essa inflexão temática teria trazido consigo a necessidade de uma ampla revisão analítica, demandando o adensamento do componente epistemológico e da dimensão cognitiva da teoria das *Staples* innisiana. Da morfologia de rios e planícies do Novo Mundo, Innis teria migrado seus interesses para os processos históricos da longa ou mesmo da longuíssima duração, estendendo seu campo de interesses para os primórdios da Civilização Ocidental.

Um segundo grupo de intérpretes antecipa a inflexão innisiana para um momento um pouco anterior de sua trajetória acadêmica. No contexto da Grande Depressão, os departamentos de Economia canadenses foram aderindo mais e mais ao keynesianismo. Em vez de revisar (ou modelar) suas reflexões às premissas do paradigma que paulatinamente se tornava hegemônico, Innis teria optado pelo isolamento, migrando sua área de reflexões para a Comunicação, à época, uma “zona de baixa pressão” acadêmica. Dentro dessa interpretação, o *locus* de inflexão teria ocorrido em 1946, quando do lançamento de sua compilação de

artigos *Economia Política no Estado Moderno* (Cf. BONNETT, 2013, Cap. 4).<sup>2</sup>

Robin Neill, por sua vez, propõe uma transição mais suave, identificando em duas obras anteriores à *Economia Política* elementos que, supostamente, já denotariam a ambição do autor de expandir seu pensamento para além do núcleo duro da Economia. A primeira delas foi a edição dos *Diários de Alexander James McPhail*, uma obra comissionada pelo *Wheat Pool*, a Cooperativa agrícola do Oeste canadense, em 1940 (*idem*, p.75). O projeto, cujo intuito inicial era de preservar e difundir o legado do reformador agrário e líder do movimento cooperativo transformou-se num verdadeiro estudo institucionalista:

A seleção de textos de Innis mostrou que, na formação do *Wheat Pool*, os desentendimentos centraram-se sobre a decisão de criar uma organização de natureza democrática ou burocrática. [...]. Enquanto a abordagem democrática acentuaria a importância da flexibilidade para atender novas oportunidades, a abordagem burocrática depositaria importância nos controles para evitar a sobreprodução. A seleção de Innis valorizou, nesse sentido, a capacidade de McPhail em harmonizar as duas facções em uma instituição e fazê-la funcionar (*idem*, p.76, tradução própria).

No mesmo ano, Innis teceu uma série de reflexões sobre a *Royal Commission on Dominion-Provincial Relations*, também conhecida como Comissão Rowell-Sirois. Inscrevendo-se, uma vez mais, no contexto da Grande Depressão (e de acentuados desequilíbrios econômicos interprovinciais), o grupo de trabalho tinha por objetivo refletir sobre a maneira de operacionalizar uma repactuação fiscal entre o governo federal e as províncias. Uma vez mais, Innis problematizou a ceulema sob a dicotomia centralização/descentralização. Ao contrário da Cooperativa agrícola de McPhail, contudo, a comissão não conseguiu conciliar os antagonismos, delegando a uma série de acadêmicos (em sua maioria de orientação keynesiana) a tarefa de redigir a versão final do documento contendo as sugestões de revisão tributária a serem adotadas pelas entidades políticas canadenses, muitas delas até hoje operantes (Cf. *idem*, p.76).<sup>3</sup>

### 3 Harold Innis Vai a Atenas

Cabe destacar uma última e fundamental interlocução acadêmica de Harold Innis no período: seu crescente interesse pelos estudos de História Antiga. Novamente, não é possível identificar um exato motivo pelo qual o pensador teria enveredado em tal direção. Enquanto Bonnett (2013) sugere que a virada ao Mundo Antigo tenha sido uma decorrência do já mencionado isolamento que Innis passou a enfren-

tar no departamento de Economia Política, Wernick (1986) aponta vínculos eletivos mais fortes entre Innis e o “surto helenista” ocorrido na Universidade de Toronto.

Neste último campo de diálogos, ao menos dois autores merecem destaque: Charles Norris Cochrane e Eric Havelock. A conexão com o primeiro vincula-se a temas caros da teoria comunicacional innisiana, sobretudo no que se refere aos “graus de liberdade” adaptativos e político-cognitivos de cada época ou regime.

Em *Cristianismo e cultura clássica: um estudo de pensamento e da ação de Augusto a Agostinho*, obra de 1940, Cochrane retorna à Antiguidade para analisar as razões da suposta desintegração do que intitula pensamento Greco-Romano e o subsequente triunfo da Civilização Cristã (NEILL, 1972, p. 80). Realizando um original e heterodoxo retorno ao pensamento agostiniano, Cochrane enaltece o que ele nomeia de *resposta criativa*, entendida uma capacidade metafísica de escapar (ou, mais acertadamente, reequilibrar) dos dois extremos epistemológicos geradores de aporias, supostamente bloqueadores do processo civilizacional.<sup>4</sup>

Engana-se quem pensa que a especulativa obra de Cochrane seria uma reflexão desafeita à sua época. De fato, afirma Robin Neill que o estudo do pensador desembocava numa crítica a duas opções políti-

cas totalizantes então apresentadas no período: o Socialismo e o Fascismo, realizando o pensador uma apologia à Democracia (Ateniense, mas, por associação, também a liberal-capitalista) (*idem*, p. 80; KRÖKER, 1982, p.98). Os escritos de Cochrane abriam as portas, nesse sentido, para uma revisitação innisiana aos clássicos, aí encontrando elementos para sua própria teoria da comunicação, mediante a identificação de estruturas históricas mentais ampliadas ou restritivas de possibilidades político-cognitivas.

O impacto do pensamento de Eric Havelock é talvez ainda mais evidente. Se a principal obra do classicista britânico, *Prefácio a Platão*, só se materializaria em 1963, já à época de Innis, Havelock se dedicava a sua principal – e, poderíamos até dizer, *única* – temática: a compreensão das implicações epistemológicas da passagem, na Grécia Antiga, da oralidade à mídia escrita.<sup>5</sup> As similitudes entre essa agenda de pesquisas e os *vieses da comunicação* de Innis são, parecidos, mais que evidentes.

## Referências

ACLAND, Charles R. Histories of place and power: Innis in Canadian cultural studies. In: \_\_\_\_; BUXTON, William. *Harold Innis in the new century: reflections and refrac-*

*tions*. Kingston e Montreal: McGill-Queen's University Press, 1999. p. 243-260.

BONNETT, John. *Emergence and empire: Innis, complexity, and the trajectory of history*. Montreal e Kingston: McGill-Queen's University Press, 2013.

BUXTON, William J. Harold Innis' excavation of modernity: the newspaper industry, communications, and the decline of public life. *Canadian Journal of Communication*, v. 23, n. 3, 1998.

COOK, David. The Empire strikes back? Havelock's plea for space. *Canadian Journal of Political and Social Theory/Revue Canadienne de Theorie Politique et Sociale*, v. X, n. 1-2, p.89-99, 1986.

DEIBERT, Ronald J. Harold Innis and the empire of speed. *Review of International Studies*, v. 25, n. 2, p. 273-289, abr. 1999.

INNIS, Harold. The newspaper in economic development. In: \_\_\_\_\_. *Political Economy in the Modern State*. Toronto: Ryerson Press, 1942. p.1-34.

\_\_\_\_\_. *Empire and communication*. Toronto: Toronto University Press, 1950.

\_\_\_\_\_. *The bias of communication*. Toronto: Toronto University Press, 1951.

\_\_\_\_\_. *Snarkov Island*. s/d. In: NEILL, Robin. *A new theory of value: the Canadian economics of H.A. Innis*. Toronto: University of Toronto Press, 1972 (Apêndice).

KRÖKER, Arthur. Augustine as the founder of modern experience: the legacy of Charles Norris Cochrane. *Canadian Journal of Political and Social Theory/Revue Canadienne de Theorie Politique et Sociale*, v. 6, n. 3, p.79-119, Fall/1982.

NEILL, Robin. *A new theory of value: the Canadian economics of H.A. Innis*. Toronto: University of Toronto Press, 1972.

SPRY, Irene. Economic history and economic theory: Innis' insights. In: BUXTON, William. *Harold Innis in the new century: reflections and refractions*. Kingston e

Montreal: McGill-Queen's University Press, 1999. p.105-113.

WERNICK, Andrew. The post-Innisian significance of Innis. *Canadian Journal of Political and Social Theory/Revue Canadienne de Theorie Politique et Sociale*, v. X, n. 1-2, 1986, p.128-195.

1 "A garantia de Liberdade da Imprensa, protegida pela Declaração dos Direitos dos Estados Unidos e encorajada por posteriores regulações postais, redundaram em irrestrita operação de forças comerciais, bem como no impacto das tecnologias na comunicação moduladas exclusivamente por seu próprio comercialismo. Diversos monopólios de comunicação demonstraram seu poder ao assegurar a remoção de tarifas aduaneiras sobre a importação de papel e celulose do Canadá [...]. O produto acabado sob a forma de propaganda ou material de leitura é importado irrestritamente pelo Canadá, refletindo a influência americana na adesão do país ao princípio da liberdade de imprensa no incentivo ao monopólio" (INNIS, 1942).

2 Seria tentador (porém, um tanto quanto limitador) entender essa negação exclusivamente sob uma chave nacionalista. Não faltam subsídios, contudo, para esquadrihar o pensamento de Innis dentro dessa leitura. Tome-se, por exemplo, uma passagem de seu texto A Ilha Snarkov: "Um novo país, especialmente o Canadá, não pode se dar ao luxo de confiar em teorias emprestadas dos antigos países industrializados. Ao contrário, deve se dedicar, com toda a habilidade e empenho possíveis, à tarefa de elaborar uma teoria adaptada à situação em que possa se defender contra a exploração, contra a expropriação de seus grandes recursos naturais e contra as violentas flutuações, tão características de regimes de exploração imediatistas" (INNIS, s/d, p.148).

3 "O problema básico dos impostos e – tendo-se em conta as diferenças regionais – da eficiência relativa das províncias no provimento de serviços sociais, foi ignorado. No lugar dessas considerações, optou-se pela construção de uma divisão artificial de funções no nível nacional tendo por índice

os tipos de necessidade. A necessidade real de ajustes de equilíbrio foi, assim, ignorada em detrimento do provimento de recursos para áreas em depressão econômica. A opção, novamente, foi a de institucionalizar o desequilíbrio através de um processo de centralização e crescente rigidez” (NEILL, 1972, p.76).

- 4 “Simultaneamente silenciando o pensamento mítico e o pensamento racional, a busca de Cochrane pelo princípio criativo esclarece as categorias fundamentais do que chama de ser triádico [agostiniano] da sociedade Ocidental. O pensamento de Cochrane trabalha com e contra o discurso platônico [...]. Por sua convicção de que a razão platônica era inadequada para a tarefa, colocada na consciência mítica da descoberta de um “princípio criativo e movente” ulterior, idealmente capaz de conciliar o esforço humano com a aleatoriedade do universo existencial [no original, em latim, Fortuna]. Assumindo a derrota da razão clássica, Cochrane fugiu para a teologia como uma segunda linha estratégica de retiro da inevitabilidade do destino fatal [no original, em grego, Nemesis] na experiência humana” (KRÖKER, 1982, p. 92, tradução própria).

- 5 Para uma análise comparativa entre Innis e Havelock, ver Cook (1986).

*(\*) Graduado em Ciências Econômicas, doutor em História Econômica pela Universidade de São Paulo e pesquisador do Grupo de Pesquisas em Economia Geopolítica da Universidade de Manitoba. É bolsista de pós-doutorado da Mitacs. (E-mail: julio.moraes@usp.br).*



# Prêmio de Risco Brasileiro: Metodologias e Algumas Extensões<sup>1</sup>

MICHAEL TULIO RAMOS DE FRANÇA (\*)

## 1 Introdução

Nos textos das edições anteriores, apresentamos uma breve revisão da literatura sobre o prêmio de risco, introduzimos algumas abordagens de estimação e apresentamos as estimativas do prêmio que usa a estrutura dos Modelos de Dividendos Descontados como base. Neste artigo, daremos continuidade revisando as metodologias que buscam estimar o prêmio e apresentaremos algumas extensões de estimação.

## 2 Fonte dos Dados

As principais fontes de dados foram Economática e IPEADATA. A Tabela 1 a seguir apresenta um resumo dos dados utilizados em cada metodologia. Os modelos estimados usam informação do período compreendido entre dezembro de 1999 e dezembro de 2014. A relação de todos os *tickers* selecionados encontra-se no Apêndice A1.

Tabela 1 - Fonte dos Dados

Modelo	Dados	Fonte	Frequência
Prêmio relativo	<ol style="list-style-type: none"> <li>S&amp;P500</li> <li>10-year T.Bond</li> <li>Retorno das ações</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Bank of St. Louis</li> <li>Damodaran</li> <li>Econômática</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Semanal</li> <li>Semanal</li> <li>Semanal</li> </ol>
Fama e French (2002)	<ol style="list-style-type: none"> <li>Dividend Yield</li> <li>Dividendo preço</li> <li>Valor de Mercado</li> <li>Lucro Líquido</li> <li>Swap-pre 360 dias</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Econômática</li> <li>Econômática</li> <li>Econômática</li> <li>Econômática</li> <li>IPEA</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Anual</li> <li>Anual</li> <li>Anual</li> <li>Anual</li> <li>Anual</li> </ol>
Fatores de Risco	<ol style="list-style-type: none"> <li>Selic</li> <li>Inflação</li> <li>Retorno das ações</li> <li>Valor de Mercado</li> <li>Excesso de Retorno</li> <li>SMB</li> <li>HML</li> <li>WML</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>IPEA</li> <li>IPEA</li> <li>Econômática</li> <li>Econômática</li> <li>Nefin</li> <li>Nefin</li> <li>Nefin</li> <li>Nefin</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Mensal</li> <li>Mensal</li> <li>Mensal</li> <li>Mensal</li> <li>Diária</li> <li>Diária</li> <li>Diária</li> <li>Diária</li> </ol>
EWMA	<ol style="list-style-type: none"> <li>Swap-pre 360 dias</li> <li>Dividendo preço</li> <li>Valor de Mercado</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>IPEA</li> <li>Econômática</li> <li>Econômática</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Mensal</li> <li>Mensal</li> <li>Mensal</li> </ol>
ARMA	<ol style="list-style-type: none"> <li>Swap-pre 360 dias</li> <li>Dividendo preço</li> <li>Valor de Mercado</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>IPEA</li> <li>Econômática</li> <li>Econômática</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Mensal</li> <li>Mensal</li> <li>Mensal</li> </ol>

### 3 Modelos Propostos pela Literatura

#### 3.1 Prêmio Relativo

Outra forma de estimar o ERP apontado pela literatura é usando informações de outros países. Segundo Damodaran (2013), podemos estimar o prêmio por meio da diferença de risco existente entre os mercados. Por sua vez, essa diferença de risco é calculada através das volatilidades dos retornos desses mercados. Seguindo essa proposta, calculamos o desvio padrão dos retornos do Brasil relativo aos Estados Unidos da seguinte forma:

$$\sigma_{\text{relativo}_{BR}} = \frac{\sigma_{BR}}{\sigma_{EUA}}$$

Onde  $\sigma_{BR}$  e  $\sigma_{EUA}$  representam os desvios-padrão dos retornos semanais do Brasil e Estados Unidos, respectivamente. Dado que altos desvios-padrão estão associados com maiores riscos, a razão do desvio-padrão dos retornos é uma estimativa para capturar o diferencial de risco existente entre os mercados. Assumindo que o prêmio de risco americano seja estimado pela média histórica, podemos chegar ao prêmio de risco brasileiro usando a estimativa do ERP americano:

$$ERP_{BR} = ERP_{EUA} \times \sigma_{\text{relativo}_{BR}}$$

Por meio desta metodologia, temos que o ERP brasileiro é igual ao ERP americano multiplicado pela razão do desvio-padrão dos retornos. O prêmio de risco americano estimado por meio da diferença entre a média geométrica dos retornos anuais do S&P500 e do 10-year T. Bond foi de 4.60%.<sup>2</sup> Para calcular os retornos semanais do Brasil, baixamos do Economática a série de retorno e a de valor de mercado para todos os *tickers* selecionados. Em seguida, agregamos os retornos ponderando pelo valor de mercado. Os dados semanais americanos dos retornos correspondem ao S&P500 e foram obtidos através da base do Federal

Reserve Bank of St. Louis.<sup>3</sup> A Tabela 2 a seguir apresenta os resultados dos desvios-padrão dos retornos semanais brasileiros e americanos. Em seguida, apresentamos os resultados do ERP (Tabela 3).

Tabela 2 - Desvio-Padrão dos Retornos

	$\sigma_{BR}$	$\sigma_{EUA}$
01/2010-12/2011	2.7%	2.7%
01/2011-12/2012	2.5%	2.4%
01/2012-12/2013	2.0%	1.5%
01/2013-01/2014	2.7%	1.5%

Tabela 3- ERP e Prêmio de Risco do País

	$\sigma_{\text{relativo}}$	$ERP_{BR}$
2012	0.99	5.8%
2013	1.02	5.9%
2014	1.31	7.6%
2015	1.84	10.7%

#### 3.2 Modelo de Fama e French

Fama e French (2002) sugerem estimar o prêmio de mercado usando as taxas de crescimento dos dividendos e dos lucros como uma aproximação da taxa esperada de ganho de capital. Pela identidade dos retornos temos:

$$r_t = \frac{D_t + P_t}{P_{t-1}}$$

Podemos reescrevê-la da seguinte forma:

$$1 + R_t = \frac{D_t}{P_{t-1}} + \frac{P_t}{P_{t-1}}$$

$$R_t = \frac{D_t}{P_{t-1}} + \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Tomando a média da equação acima, temos que a média do *dividend yield* juntamente com a média da taxa de ganho de capital oferecem-nos uma estimativa do retorno esperado incondicional:

$$E(R_t) = E(D_t/P_{t-1}) + E(GP_t)$$

Onde  $D_t$  é o dividendo para o ano  $t$ ,  $P_{t-1}$  é o preço do fim do ano  $t - 1$ ,  $GP_t = (P_t - P_{t-1})/P_{t-1}$  é a taxa de ganho de capital e  $E(\ )$  indica o valor médio. Se a razão dividendo-preço for estacionária, a média da taxa de crescimento dos dividendos anual será uma boa aproximação para a taxa média de ganho de capital anual. Então, uma estimativa alternativa do retorno esperado é:

$$E(RD_t) = E(D_t/P_{t-1}) + E(GD_t)$$

Em que  $GD_t = (D_t - D_{t-1})/D_{t-1}$  é a taxa de crescimento dos dividendos. No entanto, a razão dividendo-preço pode não ser estacionária devido à mudança na política de dividendos e ao programa de recompras. Neste caso, a taxa de crescimento média dos lucros,  $E(GL_t) = E((L_t - L_{t-1})/L_{t-1})$ , surge como uma aproximação alternativa:

$$E(RL_t) = E(D_t/P_{t-1}) + E(GL_t)$$

Os autores destacam que usar os fundamentos (dividendos e lucros) para estimar o retorno esperado ajuda a julgar se a média dos retornos realizados está num patamar alto ou baixo relativo ao retorno esperado estimado. Além disso, outra vantagem é que as estimativas do retorno esperado dos fundamentos

são menos sensíveis a choques. Isto porque diversos choques podem afetar o termo de ganho de capital, mas não afetar na mesma proporção os dividendos e lucros.

Outro ponto de destaque é que o dividendo é uma variável de *policy*, ou seja, uma mudança na política de dividendos pode impactar sua taxa de crescimento. Apesar disso, mudanças na política de dividendos tende a se estabilizar e reverter para uma nova média no longo prazo. Isto não impede que existam problemas em períodos transitórios. Se o expediente de devolver recursos para os investidores via programa de recompras for alto em determinado período, o modelo de crescimento dos dividendos tende a subestimar o retorno esperado. Fama e French (2002) destacam que o modelo de crescimento de lucro é superior ao modelo de dividendos para estimar o retorno esperado de curto prazo. Além disso, eles destacam que o modelo de dividendos é melhor no longo prazo.

Para implementar esta abordagem, extraímos a série de *dividend yield* fornecida pelo Economática para os *tickers* elegíveis. Em relação às estimativas da taxa de crescimento dos dividendos e lucros, usamos aquelas calculadas nas seções anteriores, ou seja, 10.3% e 13.5%, respectivamente. Os resultados dessa metodologia estão apresentados na Tabela 4 a seguir. Pelos argumentos apresentados pelos autores, o prêmio gerado via crescimento dos dividendos e o prêmio gerado via crescimento dos lucros deveriam ajudar-nos a definir um intervalo para a estimativa do prêmio de risco. Desta forma, esta metodologia sugere que o prêmio de risco para 2015 estaria entre 0.4% e 3.6%.

Tabela 4 - Modelo de Fama e French

	Swap	Dividend Yield	$E(R)_D$	$E(R)_L$	Prêmio $\alpha_D$	Prêmio $\alpha_L$
2012	16.4%	5.35%	15.7%	18.9%	-0.8%	2.4%
2013	15.9%	5.27%	15.6%	18.8%	-0.3%	2.9%
2014	15.3%	5.17%	15.5%	18.7%	0.2%	3.4%
2015	15.0%	5.11%	15.4%	18.6%	0.4%	3.6%

Nota: *Swap* representa a média da taxa referencial de *swaps*, ou seja, de 1999 até o ano referido. Da mesma forma,  $D_t/P_{t-1}$  representa o *dividend yield* médio do período.  $E(R)_D$  representa o retorno esperado usando a taxa de crescimento média do dividendo  $g_D$ .  $E(R)_L$  representa o retorno esperado usando a taxa de crescimento média do lucro  $g_L$ .

### 3.3 Modelos de Fatores de Risco

Markowitz (1959), Sharpe (1964) e Lintner (1965) fundamentaram o modelo de equilíbrio geral de apreçamento de ativos financeiros CAPM e tal fato marca o nascimento da teoria de precificação de ativos. Neste modelo, os agentes são homogêneos, não exercem influência sobre o preço dos ativos e a função de utilidade a ser maximizada depende da média e do desvio-padrão dos retornos esperado. Desta forma, os agentes substituem maiores riscos por maiores retornos esperados, sendo o beta a medida de risco relevante para o ativo. Além disso, dadas as hipóteses do modelo, todos os investidores veem o mesmo conjunto de oportunidade de investimento e, assim, eles possuem o mesmo portfólio de ativos arriscados.

Entretanto, este modelo ignora muitos fatores importantes da vida real e desta forma tem apresentado pobre desempenho empírico em anos recentes (COCHRA-

NE, 1999). No início da década de 1970, apareceram evidências de que boa parte da variação do retorno esperado não estava correlacionada com o beta de mercado. Basu (1977) mostrou evidências que a razão lucro-preço afeta os retornos futuros. Stattman (1980) e Rosenberg, Reid e Lanstein (1985) documentaram o efeito do *book-to-market* e Banz (1981) documentou o efeito tamanho. Bhandari (1988) encontrou que uma alta razão da dívida-ação está associada com retornos que são altos relativos aos betas de mercado. Concomitantemente, surgiram outras fortes evidências de que razões envolvendo preços de ações têm informação sobre os retornos esperados que não é contemplada pelos betas de mercado.

Desta forma, essas evidências sinalizaram que podemos adicionar variáveis explicativas na estrutura do CAPM. Se toda diferença no retorno esperado é explicada pelo beta, a inclinação média das variáveis adicionadas não deveria ser diferente de zero. Fama e French (1996) destacaram que a maioria dos padrões não explicados pelo CAPM desaparece com o modelo de três fatores.<sup>4</sup> Segundo este modelo, o excesso de retorno de um ativo ou portfólio  $[E(R_i) - R_f]$  é explicado pelos seguintes fatores: excesso de retorno de um portfólio de mercado  $(R_M - R_f)$ , SMB (*small minus big*) e HML (*high minus low*). Podemos representar este modelo da seguinte forma:

$$E(R_i) - R_f = b_i [E(R_M) - R_f] + s_i E(SMB) + h_i E(HML)$$

Onde  $E(R_M) - R_f$ ,  $E(SMB)$  e  $E(HML)$  representam os prêmios esperados e os parâmetros  $b_i$ ,  $s_i$  e  $h_i$  representam as inclinações da seguinte regressão de séries de tempo:

$$R_t^i - R_t^f = \alpha_i + \beta_i (R_t^M - R_t^f) + s_i SMB_t + h_i HML_t + \epsilon_t^i$$

Entretanto, segundo Fama e French (1996, 2004), o modelo de três fatores acima explica a maioria das anomalias não assimiladas pelo modelo CAPM, exceto a anomalia denominada momento. Com o intuito de contornar essa limitação, surgiu na literatura a proposta do modelo de quatro fatores. Este modelo é semelhante à proposta anterior, a única diferença é que acrescentamos o fator de momento WML (*winner minus losers*) (CARHART, 1997). Além destes, outro fator de risco proposto pela literatura é o da inflação  $\Pi$  (DUARTE; ROSA, 2013). Consequentemente, podemos reescrever o modelo de três fatores numa especificação mais geral, ou seja, considerando o fator de momento e inflação:

$$R_{t+k}^i - R_{t+k}^f = \alpha_i + \beta_i(R_{t+k}^M - R_{t+k}^f) + s_i SMB_{t+k} + h_i HML_{t+k} + w_i WML_{t+k} + p_i \Pi_{t+k} + \varepsilon_{t+k}^i$$

Para chegar ao prêmio de risco de mercado por meio deste modelo, usamos o procedimento de Fama e Macbeth (1973). Este procedimento consiste em rodar a regressão de séries temporais acima e, em seguida, rodar a *cross-section* abaixo para cada período do tempo:

$$R_{t+1}^i - R_{t+1}^f = \hat{\beta}_i' \lambda_t^\beta + \hat{s}_i' \lambda_t^s + \hat{h}_i' \lambda_t^h + \hat{w}_i' \lambda_t^w + \hat{p}_i' \lambda_t^p$$

Calculando a média de  $\lambda_t^\beta$ , chegamos à estimativa do prêmio de risco de mercado:

$$\hat{\lambda}^\beta = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \hat{\lambda}_t^\beta$$

Onde  $ERP_t(k) = \hat{\lambda}^\beta$ . A variância é calculada da seguinte forma:

$$\sigma^2(\hat{\lambda}^\beta) = \frac{1}{T^2} \sum_{t=1}^T (\hat{\lambda}_t^\beta - \hat{\lambda}^\beta)^2$$

Definindo  $t(\hat{\lambda}^\beta)$  como a estatística  $t$ , temos:

$$t(\hat{\lambda}^\beta) = \frac{\hat{\lambda}^\beta}{\sigma(\hat{\lambda}^\beta)}$$

Implementamos esta metodologia usando séries dos retornos *equally* e *value weighted*. Em outras palavras, nas séries *equally weighted* damos o mesmo peso para todos os *tickers* da nossa amostra no momento da agregação. No caso das séries *value weighted*, o procedimento é idêntico à agregação ponderada da série dividendo-preço realizada na seção correspondente ao Modelo de Gordon do texto publicado na edição anterior. Realizamos as estimações tanto para portfólios quanto para ativos. Entretanto, os resultados dos portfólios não foram significativos e, logo, não reportamos. No caso dos ativos, os resultados foram significativos tanto para *equally* quanto para *value weighted*. A Tabela 5 a seguir sintetiza os principais resultados da implementação desta metodologia.

Tabela 5- Fatores de Risco

	3 fatores				4 fatores				5 fatores			
	$\lambda$	$DP(\lambda)$	$t(\lambda)$	Prêmio	$\lambda$	$DP(\lambda)$	$t(\lambda)$	Prêmio	$\lambda$	$DP(\lambda)$	$t(\lambda)$	Prêmio
2012												
Equally Weighted	0.0210	0.0054	3.88	28%	0.0200	0.0055	3.67	27%	0.0195	0.0055	3.58	26%
Value Weighted	0.0198	0.0063	3.15	27%	0.0162	0.0072	2.26	21%	0.0168	0.0066	2.54	22%
2013												
Equally Weighted	0.0205	0.0055	3.73	28%	0.0197	0.0051	3.57	26%	0.0191	0.0055	3.46	25%
Value Weighted	0.0179	0.0059	3.01	24%	0.0155	0.0066	2.36	20%	0.0164	0.0061	2.67	22%
2014												
Equally Weighted	0.0192	0.0052	3.74	26%	0.0186	0.0052	3.59	25%	0.0180	0.0052	3.48	24%
Value Weighted	0.0165	0.0056	2.98	22%	0.0140	0.0063	2.24	18%	0.0145	0.0060	2.41	19%
2015												
Equally Weighted	0.0173	0.0049	3.51	23%	0.0166	0.0046	3.58	22%	0.0162	0.0046	3.51	21%
Value Weighted	0.0144	0.0053	2.70	19%	0.0115	0.0062	1.85	15%	0.0120	0.0060	2.01	15%

Nota: Dados dos portfólios e fatores foram obtidos do site do Nefin: <http://nefin.com.br/>. Já os dados dos ativos foram extraídos do Economática. O início das séries fornecidas pelo Nefin corresponde a 2001, portanto, estimamos estes modelos usando informação do período compreendido entre janeiro de 2001 até dezembro do ano anterior àquele destacado na primeira coluna da tabela. Selecionamos os tickers que sobreviveram durante este período e apresentamos no Apêndice A2.

#### 4 Extensões aos Modelos Propostos pela Literatura

Apresentamos nas seções anteriores os resultados de algumas metodologias usadas para inferir o prêmio de risco esperado sugerido pela literatura. Nas próximas páginas, propomos duas extensões possíveis de serem feitas aos modelos dividendos descontados.

##### 4.1 Dividendos com Suavização EWMA

No Modelo de Gordon apresentado no texto da edição anterior,

trabalhamos com a hipótese de que o investidor leva em consideração a taxa média de crescimento anual dos dividendos para inferir o futuro fluxo de caixa. Nesta seção, nossa proposta é que o investidor leva em consideração informação do crescimento dos dividendos de longo prazo e de curto prazo. Desta forma, podemos trabalhar com o Modelo de Gordon de uma forma diferente, ou seja, calculando uma taxa de crescimento que varia no tempo. Isto é, se o crescimento dos dividendos tem apresentado um crescimento sistemático, uma queda durante um determinado ano deveria afetar pouco a expectativa do investidor em relação à evolução futura dos dividendos. Logo, podemos considerar que ele dê um peso maior para o crescimento de longo prazo e um peso menor para o de curto prazo. Para realizar essa ponderação, podemos usar a Média Móvel Ponderada Exponencialmente (também conhecida na literatura como EWMA). O EWMA é uma técnica muito usada de suavização, a série suavizada  $x_t$  é obtida da seguinte forma:

$$x_t = \alpha g_t + \alpha(1 - \alpha)g_{t-1} + \alpha(1 - \alpha)^2 g_{t-2} + \alpha(1 - \alpha)^3 g_{t-3} + \dots$$

Podemos reescrever como:

$$x_t = \alpha g_t + (1 - \alpha)x_{t-1}$$

Dando um peso de  $\alpha = 0.25$  para cada informação nova de dividendos e conseqüentemente um peso de

$(1 - \alpha) = 0.75$  para os dividendos suavizados dos meses anteriores, chegamos aos resultados apresentados na Tabela 6 a seguir. Note que, por meio desta metodologia, chegamos num  $g$  que varia consideravelmente no tempo.

Tabela 6 - Dividendos com Suavização EWMA

	D/P	g	Retorno Esperado	Swap	Prêmio
2012	4.6%	14.8%	20.1%	10.0%	10.1%
2013	3.9%	7.2%	11.4%	7.1%	4.3%
2014	3.8%	4.3%	8.3%	10.6%	-2.3%
2015	4.9%	10.6%	16.0%	13.0%	3.0%

#### 4.2 Previsão dos Dividendos

Nos Modelos de Dividendos Descontados apresentados no texto da edição anterior, os investidores estão olhando para os dados realizados de dividendos, lucros e retornos sobre o patrimônio para inferir o futuro. Basicamente, no Modelo de Gordon padrão e no Modelo com recompras, eles olham para a taxa média de crescimento histórica dos dividendos e supõem que irá refletir o comportamento futuro. Nesta seção, nossa proposta é usar modelos univariados de previsão para estimar o  $g$  do Modelo de Gordon variando no tempo. Para isso, usaremos a estrutura dos modelos ARIMA para projetar os dividendos de um ano à frente. Vale ressaltar que, conforme destacado por Duarte e Rosa (2013), a inclusão de expectativa futura deveria capturar melhor a natureza *forward-looking* dos Modelos de Dividendos Descontados. Por meio da metodologia de Box e Jenkins (1970), estimamos a taxa de crescimento dos dividendos e chegamos aos valores apresentados pela Tabela 7 a seguir.

Tabela 7 - Previsão com ARIMA

	g	Retorno Esperado	Prêmio
2012	23%	28.3%	18.3%
2013	-15%	-12.0%	-19.1%
2014	-4%	-0.5%	-11.1%
2015	34%	40.9%	27.9%

#### Referências

- BANZ, Rolf. The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, v. 9, n.1, p. 3-18, 1981.
- BASU, Sanjay. Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: a test of the efficient market hypothesis. *Journal of Finance*, v. 12, n.3, p. 129-156, 1977.
- BHANDARI, Laxmi. Debt/Equity ratio and expected common stock returns: empirical evidence. *Journal of Finance*, v. 43, n. 2, p. 507-528, 1988.
- BOX, George; JENKINS, Gwilym. *Time series analysis: forecasting and control*. HoldenDay, San Francisco, 1970.
- CARHART, Mark. On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, v. 52, n.1, 1997.

- COCHRANE, John. New facts in finance. *NBER Working Paper* n. 7169, 1999.
- DAMODARAN, Aswath. *Equity risk premiums (ERP): determinants, estimation and implications*, 2013.
- DUARTE, Fernando; ROSA, Carlo. *The equity risk premium: a consensus of models*. Federal Reserve Bank of New York, 2013.
- FAMA, Eugene; FRENCH, Kenneth. The capital asset pricing model: theory and evidence. *Journal of Economic Perspectives*, v. 18, n.13, p. 25-46, summer 2004.
- \_\_\_\_\_. Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The Journal of Finance*, v. LI, n.1, 1996.
- \_\_\_\_\_. The equity premium. *The Journal of Finance*, v. LVII, n. 2, 2002.
- FAMA, Eugene; MACBETH, James. Risk return and equilibrium: empirical tests. *Journal of Political Economy*, v. 81, n. 3, p. 607-636, 1973.
- FRANÇA, Michael. *Prêmios realizados e esperados no Brasil*. Master's Dissertation. São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, University of São Paulo, 2015. www.teses.usp.br.
- LINTNER, John. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, v. 47, n. 1, p. 13-37, 1965.
- MARKOWITZ, Harry. *Portfolio selection: efficient diversification of investments*. Cowles Foundation Monograph n. 16. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1959.
- ROSENBERG, Barr; KENNETH, Reid; LANSTEIN, Ronald. Persuasive evidence of market inefficiency. *The Journal of Portfolio Management*, v. 11, p. 9-17, 1985.
- SHARPE, William. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, v. 19, n. 3, p. 425-442, 1964.
- STATTMAN, D. Book values and stock returns. *The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers*, v. 4, p. 25-45, 1980.

## Apêndice

### A1- Tickers Elegíveis

ABCB4	AGIN3	AGEI3	AGEN33	ALSC3	ACES4	AMBV4	AMIL3
IRON3	AEDU3	ANIM3	ARCZ6	ARZZ3	ARTR3	AUTM3	BTOW3
BRSR6	BBSE3	BMEF3	BVMF3	BOVH3	BBRK3	BRIN3	BRML3
BPHA3	BRPR3	BBDC3	BBDC4	BRAP4	BBAS3	BBAS4	B RTP3
BRTP4	BRKM5	BRFS3	BISA3	CMET4	CCRO3	CCXC3	CMIG4
CESP6	CTIP3	CIEL3	CGAS5	CPNY3	CNFB4	CSMG3	CPLE6
CSAN3	CPFE3	C RTP5	CRGT5	CVCB3	CYRE3	DASA3	DUFB11
DTEX3	ECOR3	ELET3	ELET6	ELPL4	EMBR3	EMBR4	ENBR3
ENEV3	EQTL3	ESTC3	EVEN3	EZTC3	FIBR3	VCPA4	FLRY3
GFSA3	GGBR4	GOAU4	GOLL4	GVTT3	H RTP3	HYPE3	IGTA3
ITSA4	ITUB4	JBSS3	JSLG3	KLBN4	KSSA3	KROT3	LIGT3
LINX3	RENT3	LAME4	AMAR3	LREN3	LPSB3	LUPA3	MDIA3
MGLU3	MAGG3	MRFG3	MEDI3	LEVE3	MILS3	BEEF3	MMXM3
MRVE3	MULT3	MPLU3	NATU3	NETC4	BNCA3	ODPV3	OGXP3
OIBR4	OSXB3	PCAR4	BPNM4	PDGR3	PETR3	PETR4	BRDT4
PSSA3	POSI3	QGEP3	QUAL3	RAIA3	RADL3	RDCD3	SBSP3
SDIA4	SMT03	SEER3	CSNA3	CSTB4	SSBR3	SLCE3	SMLE3
CRUZ3	SUBA3	TAMM4	TECN3	TCSA3	TGMA3	TCOC4	TNEP4
VIVT4	TNLP3	TNLP4	TMAR5	TMCP4	TEND3	TIMP3	TCSL4
TOTS3	TRPL4	UGPA3	USIM5	VAGR3	VALE3	VALE5	VLID3
VIVO4	WEGE3	WHMT3					



## A2 – Tickers Elegíveis para os Modelos de Cross- Section

BBDC3	BBDC4	BBAS3	BRKM5	CMIG4	CGAS5	CPLE6	ELET3	ELET6	EMBR3
GGBR4	GOAU4	ITSA4	ITUB4	KLBN4	LIGT3	LAME4	OIBR4	PCAR4	PETR3
PETR4	SBSP3	CSNA3	CRUZ3	VIVT4	TIMP3	TRPL4	USIM5	VALE3	VALE5

1 Texto adaptado de parte da dissertação de mestrado de França (2015): *Prêmios Realizados e Esperados no Brasil*.

2 Fonte de dados: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html)

3 <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/SP500/downloaddata>

4 Esses padrões estão relacionados a características da firma como: *size, earnings/price, cash flow/price, book-to Market equity, past sales growth, long-term past return e short-term past return*.

(\*) *Mestre em Economia pela Universidade de São Paulo (USP). Doutorando em Teoria Econômica na Universidade de São Paulo (USP). (E-mail: michaeltulioramos@usp.br).*

## A Participação das Mulheres na Carreira de Economista

FERNANDO MOREIRA COUTO DE LIMA (\*)

No início da década de 1990, as mulheres tinham uma participação inferior a um quarto no total de graus de doutoramento concedidos em Economia. Já nas universidades consideradas top-30, o nível não passava de 4% quando considerada ainda a participação como *teaching assistants*<sup>1</sup> (DYNAN; ROUSE, 1997). No mesmo período, as mulheres recebiam cerca de 30% do total de títulos de graduação na área de Economia, ao passo que quando eram avaliadas todas as áreas de estudo elas já haviam alcançado os homens e representavam 50% do total de títulos de bacharel. Apenas os cursos de engenharia e matemática apresentavam proporcionalmente uma concessão menor de títulos concedidos às mulheres (DYNAN; ROUSE, 1997).

Em 1974, a *American Economic Association* (AEA) formou um comitê intitulado *Committee on the Status of Women in the Economics Profession* (CSWEP), responsável pelo monitoramento do progresso e da inserção das mulheres na academia, em atividades governamentais, entre outras. Anualmente, estão disponíveis relatórios com dados estatísticos e perspectivas de conjuntura da atuação das mulheres. Percebe-se então que a diferen-

ça entre a participação relativa das mulheres em departamentos de Economia não é linear: as mulheres apresentam participação menor à medida que os cargos vão se tornando mais importantes e altos. Em outros países, existem também esforços em investigar a baixa participação das mulheres na profissão. Além do CSWEP, a *Royal Economic Society* do Reino Unido e *The Economic Society for Australia* (com a criação do *Committee for the Women in Economics*) tem realizado pesquisas nesse sentido. Além disso, pesquisas são recorrentes em outros países como Japão, Canadá e Suécia. Nesse último país, o número de mulheres como professoras titulares não passa de 5% (JONUNG; STAHLBERG, 2008).

Segundo Ginther e Kahn (2004), não existe consenso sobre as causas do lento avanço das mulheres na profissão. De uma forma geral, as mulheres vêm apresentando participação cada vez maior no mercado de trabalho. Isso não quer dizer que estão bem representadas em todos os cargos, dos mais baixos aos mais altos, das instituições. A maior dificuldade enfrentada pelas mulheres é alcançar o topo das profissões (fenômeno conhe-

cido como *glass ceiling*) (GINTHER; KAHN, 2004).

Segundo dados da *American Bar Association Commission on Women in the Profession* de 2005, cerca de 51% dos novos títulos de bacharel concedidos nos EUA iam para as mulheres. Nos mais altos cargos, no entanto, esse número reduzia-se a um terço. Mesmo assim, as mulheres conseguiram um espaço cada vez maior dentro de uma profissão privilegiada, uma vez que, em 1956, o número de títulos de bacharel na área não passava da casa dos 3%.

No Brasil, o padrão não é muito diferente. A presidência do Banco Central do país nunca foi ocupada por uma mulher. A única experiência de uma mulher ocupando o cargo máximo no Ministério da Fazenda ocorreu no governo Collor e foi alvo de diversas críticas.

Uma forma de compreender a assimetria de gênero no mercado de trabalho em Economia é com a identificação de possíveis fatores determinantes do *gap* salarial e promocional, uma vez que é através do salário que a diferença ocupacional se manifesta. O presente texto tem como objetivo apresen-

tar uma revisão de literatura sobre as possíveis causas desse *gap*, com ênfase no mercado de trabalho de Economia.

## 1 Possíveis Causas do Gap Salarial e Promocional

### 1.1 Discriminação

Discriminação no mercado de trabalho ocorre quando duas pessoas têm igual produtividade e mesmas preferências pelas condições de trabalho, mas recebem diferentes salários ou diferentes condições para obter o cargo (BARROS; MENDONÇA, 1993). Desta forma, discriminação não é o mesmo que preconceito. Algumas teorias de discriminação surgem da existência de monopsonio ou de informação imperfeita por parte dos empregados. Em geral, os economistas limitam sua análise de discriminação em salários, contratação e práticas de promoção (JACOBSEN, 2007).

Segundo McDowell, Singell e Ziliak (1999), a academia é um lugar único para se estudar a discriminação. Em primeiro lugar, a hierarquia dentro da profissão é bem definida. No Brasil, as universidades públicas adotam uma trajetória em que a carreira dos professores é dividida em três grandes categorias: professores titulares, associados e adjuntos. Nas universidades norte-americanas, é comum, ainda, alunos de doutorado ocupando cargos

de *teaching assistants* (TA's) terem um contato próximo com professores

Em segundo lugar, é possível medir a produtividade dos professores de forma direta por meio da qualidade e da quantidade de publicações. E por último, as próprias universidades são tabeladas em *rankings*. Assim, é possível avaliar se as mulheres estão ocupando cargos em ambientes de maior ou de menor "prestígio". Não é de surpreender, então, que boa parte das pesquisas envolvendo discriminação de gênero entre economistas esteja concentrada na academia (MCDOWELL; SINGELL; ZILIAK, 1999).

Neste sentido, o trabalho de Broder (1993) evidencia que mesmo depois de controladas variáveis como *ranking* da universidade (prestígio) e produtividade dos pesquisadores ainda existe uma parte da divergência sobre a promoção de professores nos EUA não explicada. Isso se torna mais evidente sobretudo nos cargos mais altos, o que indica que o *gap* não é linear. Por outro lado, o autor não encontra evidências robustas de que o problema esteja na hora de publicar as pesquisas em revistas e jornais da área. De fato, em grandes periódicos revisados por pares, não existe a menor evidência de discriminação. Contudo, quando a avaliação é feita apenas por uma pessoa, as mulheres, em geral, apresentam maior probabilidade de ter seus artigos aceitos, o que aponta discriminação contra o sexo masculino (BRODER, 1993).

minação contra o sexo masculino (BRODER, 1993).

McDowell, Singell e Ziliak (1999) encontram evidências de que as mulheres têm mais dificuldades de serem promovidas na academia em todos os degraus da escada. Segundo os autores, o problema vem diminuindo paulatinamente: as oportunidades de promoção parecem ter aumentado com o tempo, principalmente em departamentos orientados para pesquisa. Os autores realizam um teste empírico sobre discriminação de gênero entre os economistas acadêmicos filiados à *American Economic Association*. Usando dados em painel para os anos de 1964, 1974, 1985 e 1989, os autores utilizam um modelo de efeitos aleatório no qual a principal variável é a produtividade, sendo avaliada pela produção acadêmica.

Os resultados encontrados por McDowell, Singell e Ziliak (1999) indicam que a probabilidade de promoção de mulheres do cargo de professor assistente para professor associado caiu desde a década de 1980. Por outro lado, para cargos mais altos, a probabilidade de as mulheres serem promovidas do cargo de professor associado para professor titular (*full professor*) cresceu ao longo do tempo. Isso indica que as diferenças sobre a promoção variaram ao longo do tempo. Além disso, são apontadas evidências de que as mulheres têm, em média, 36% menos chances

de serem promovidas a professor associado e 9% a menos de chance de promoção a professor titular em relação aos homens. Embora não seja possível afirmar que exista discriminação, o estudo chama a atenção para o fato de que as mulheres da academia costumam dedicar mais tempo para atividades relacionadas ao ensino e à extensão, o que pode diminuir o tempo gasto em atividades de pesquisa. Essa hipótese de que o *gap* pode estar relacionado à maior dedicação das mulheres a essas atividades está presente também em Ginther e Kahn (2004).

Kahn (1993) considera o progresso entre os economistas acadêmicos com PhD no ramo de Economia e Administração. Ele utiliza dados do *Survey of Doctorate Recipients* (SDR) com a base de dados abrangendo as décadas de 1970 e 1980. Os dados evidenciam que as mulheres eram menos propensas do que os homens a ingressar em seu primeiro emprego na academia. Dentre as mulheres que optaram pela academia, 58,1% alcançaram *tenure Jobs*<sup>2</sup>, enquanto o índice entre os homens foi de 73,3%. No fim da década de 1980, os homens levaram em média 6,6 anos para passar do estágio de *tenure* para *full professor*, enquanto as mulheres levaram 8 anos (KAHN, 1993).

Kolpin e Singell (1996) avaliam 181 departamentos entre 1973 e 1987 que faziam parte do *Guide to Graduate Study in Economics* e chegam

a três conclusões importantes. A primeira é que a probabilidade de uma mulher ser contratada aumentava à medida que o departamento passava a publicar menos, o que indica que as mulheres estavam sendo contratadas para departamentos mais improdutivos. A segunda é a rejeição da presença de discriminação com base em critérios de produtividade, já que as mulheres eram na verdade mais produtivas. A terceira e última conclusão dos autores é que o fato de as mulheres escolherem departamentos “piores” poderia ser devido à falta de confiança. Este tópico será mais bem apresentado na subseção 1.2.3.

Pelo menos para o cargo de professor titular, evidências mostram que a discriminação está sendo reduzida (MCDOWELL; SINGELL; ZILIAK, 1999). Um fator que pode estar contribuindo para esta quebra é a presença de ações afirmativas. Ginther e Kahn (2004) encontram evidências a favor de ações afirmativas no momento da aplicação para o PhD, o que não acontece após o *qualifying*.<sup>3</sup> Existe ação afirmativa também na hora de conseguir cargos de T.A. Assim, existiria evidência a favor de ação afirmativa nos primeiros estágios da carreira, mas não no estágio de *qualifying*. Ainda neste sentido, Attiyeh e Attiyeh (1993, apud KAHN, 1995) não encontram evidências de discriminação para admissão em programas de PhD. Esses autores chamam ainda a atenção para

uma possível afirmação positiva, já que depois de controlados os efeitos de GRE<sup>4</sup> e da qualidade da escola onde foi cursada a graduação, verificou-se a probabilidade 4% maior de mulheres serem aceitas em comparação aos homens.

Em um trabalho recente envolvendo economistas acadêmicos no Japão, Takahashi e Takahashi (2011) encontram uma parcela de 7,3% no *gap* salarial, não explicada mesmo após controlar para variáveis como *ranking* da instituição e capital humano. Segundo os autores, não pode ser descartada a hipótese de discriminação. Além disso, ao contrário de pesquisas nos EUA, o *gap* aparece no Japão em forma de salário, e não indiretamente em forma de promoção. Usando uma *dummy* para casamento, os autores mostraram que, no caso do Japão, existe pouca evidência empírica de que a escolha entre trabalho e vida pessoal tenha impacto significativo no *gap*. A conclusão dos autores é de que o *gap* não aumenta conforme a escada profissional sobe (TAKAHASHI; TAKAHASHI, 2011).

## 1.2 Diferentes Habilidades, Diferentes Retornos

### 1.2.1 O Interesse pela Área

É importante considerar, primeiramente, se as mulheres realmente se interessam pela área. Neste sentido, Strober (1975) realizou um

questionário com 390 economistas filiados à *American Economic Association*. Ao serem questionados sobre o motivo de terem escolhido a carreira, 45% disseram que gostam da área, 14% para ajudar as pessoas (a resolver problemas sociais) e 7% para usar as habilidades em matemática. No geral, segundo o autor, os interesses não divergiram muito entre homens e mulheres. A diferença mais significativa foi em relação aos salários, em que 15% dos homens afirmaram ter sido o fator decisivo para a carreira, em comparação a apenas 8% das mulheres. O quesito “resolver problemas sociais” apresentou uma taxa de importância de 18% entre as mulheres e 15% entre os homens. Além disso, há indicativos de que homens e mulheres costumavam cursar as mesmas matérias optativas na graduação durante a década de 1970. Isso significa que as mulheres em geral não costumavam “fugir” das disciplinas ligadas à matemática (STROBER, 1975).

Resultados semelhantes são encontrados na avaliação do período de 1960 a 1980 por McMillen e Singell (1994). Os autores procuraram modelar as escolhas pela primeira profissão na área de Economia após ter recebido o PhD. Novamente com dados de filiados à *American Economic Association*, a escolha pelo setor do primeiro emprego não varia de forma significativa por gênero.

Bansak e Starr (2010) realizaram um questionário com 764 alunos de primeiro semestre que cursaram Introdução à Economia na Universidade de São Diego entre 2005 e 2006. Os resultados mostram que mulheres são mais interessadas em temas como pobreza e desemprego e menos em microeconomia. Mulheres também são menos interessadas em empregos que priorizem habilidades matemáticas e dinheiro e preferem um ambiente de trabalho mais amigável. Por outro lado, preocupações com relação à conciliação família e emprego não aparentam ser motivo para que as mulheres deixem de escolher um emprego na área de Economia (BANSAK; STARR, 2010).

Em contraste com estes resultados consta o estudo de Dynan e Rouse (1997), no qual alunos de Harvard que haviam frequentado cursos iniciais de Economia foram questionados sobre a possibilidade de continuar seus estudos na área. As mulheres apresentaram o dobro da frequência dos homens ao responder que não acharam Economia interessante (BANSAK; STARR, 2010).

### 1.2 2 Habilidades Necessárias à Profissão

Outro ponto relevante é a questão das habilidades necessárias à profissão. A ciência econômica demanda, em algumas áreas, habilidades relacionadas com métodos

quantitativos. Isso é especialmente comum com economistas trabalhando com questões ligadas à microeconomia e à econometria, estando também presentes em outras subáreas. Kanh (1995) mostra que entre os indivíduos que optam pelo ingresso na graduação em Economia, as mulheres em geral apresentam um desempenho menor no GRE.

Dynan e Rouse (1997) verificaram que, em geral, nos cursos introdutórios de Economia, homens tiveram melhor desempenho que as mulheres (B+ contra B). Além disso, mulheres relataram menor conforto com gráficos.

Niederle e Vesterlund (2010) mostram que as mulheres vêm se sobressaindo em relação aos homens especialmente em habilidades verbais. Contudo, os resultados em matemática das mulheres têm sido sistematicamente piores do que os dos homens. Em geral, na cauda superior (5%) existem dois homens para cada mulher. Segundo os autores, isso pode ser devido a aspectos biológicos, uma vez que homens, ao longo da história, precisaram de mais orientação espacial para desenvolver suas atividades.

Isso vai contra os resultados de Williams, Waldauer e Duggal (1992), em que não foram encontradas evidências robustas a favor da hipótese de os homens terem uma predisposição maior em métodos quantitativos, enquanto as

mulheres teriam mais facilidade em habilidades verbais ligadas à escrita.

Fryer e Levitt (2010) procuram estudar as habilidades em matemática de crianças que acabam de ingressar na escola. Segundo eles, não existem diferenças entre meninos e meninas logo que eles entram na escola, mas começa a haver um descolamento após os seis primeiros anos de educação. Essa divergência entre os sexos representa na amostra algo em torno de meio desvio padrão, metade da diferença do *gap* racial. Além disso, esta pesquisa mostra uma espécie de contrassenso na medida em que as maiores diferenças estão nos casos de mães com alto nível educacional e que trabalham em profissões que requerem habilidades quantitativas. A diferença é também maior em escolas particulares.

A abordagem psicológica também traz à tona discussões interessantes. O professor Johnson, do Departamento de Psicologia da Universidade da Pensilvânia, nos EUA, acredita que o *gap* na participação de homens e mulheres em Economia deve-se às preferências pela profissão, que são distintas entre os sexos. Johnson (2008) utiliza então um modelo para escolha vocacional: RIASEC.<sup>5</sup> Neste modelo, existem seis protótipos de carreira: realista, investigativo, artístico, social, empresarial e convencional. Economistas, assim como psicólogos e outros cientistas, são con-

siderados fundamentalmente investigativos. Não se importam em passar horas isolados e preferem trabalhar com ideias a trabalhar com pessoas. Saem de perto do mundo sensato, preferindo relacionar-se a ele por meio de símbolos abstratos. Nesse sentido, os estudos empíricos tendem a mostrar que homens apresentam um rendimento maior em testes vocacionais nos protótipos de carreira investigativo, realista e empresarial. Já as mulheres apresentam resultados melhores nos protótipos artísticos e sociais (JOHNSON, 2008).

Uma questão importante é se isso faz parte da natureza da mulher ou é culturalmente construído. Uma visão possível é que ambas teriam importância em algum grau. São necessários mais estudos empíricos para compreender a magnitude de cada fator.

### 1.2.3 Aversão ao Risco e Falta de Confiança

É possível ainda que homens e mulheres tenham diferentes coeficientes de aversão ao risco e apresentem níveis de confiança distintos. Desta forma, estas variáveis podem também ajudar a explicar o *gap* salarial e de promoção.

Neste sentido, o trabalho de Kolpin e Singell (1996) mostra que, em geral, as mulheres na carreira de Economia tendem a escolher departamentos piores, embora apre-

sentem produtividade maior que a média de seus colegas do gênero masculino. A análise mostra que, de fato, as mulheres contratadas estavam deslocadas nestes departamentos, e que elas passavam a publicar mais do que a média do departamento. Uma possível causa para a qual os autores chamam a atenção é que maior aversão ao risco faz com que as mulheres escolham departamentos menos ranqueados.

Outra análise com relação à confiança entre as economistas acadêmicas foi elaborada por Ferber e Teiman (1980). As autoras desenvolvem um trabalho sobre a probabilidade de homens e mulheres terem seus artigos publicados em jornais acadêmicos em que a revisão era feita por pares (*Eastern Journal of Economics, Journal of Human Resources*) e feita por apenas um revisor (*Econometrica, Journal of Law and Economics, Journal of Political Economy*, entre outros). No total, foram avaliados 17 periódicos acadêmicos. Segundo as autoras, as mulheres teriam uma probabilidade maior de publicar seus artigos do que os homens, independentemente de terem co-autores homens. É preciso ressaltar que o estudo consiste em uma análise dos dados e não um estudo econométrico no qual se controla para variáveis como produtividade acadêmica, *ranking* da instituição onde o pesquisador concluiu o PhD, entre outras.

Ferber e Teiman (1980) chegam a duas possíveis explicações para seus resultados. A primeira é que mulheres que estão no ramo dominado pelos homens têm que ser muito qualificadas. Outra alternativa é que as mulheres têm menos autoconfiança e, conseqüentemente, menor propensão a mandar artigos ruins para os periódicos. Uma evidência em favor dessa hipótese levantada pelas autoras é o fato de apenas 6% dos *papers* serem submetidos por mulheres, enquanto na época a porcentagem de mulheres com PhD era em torno de 10%.

Niederle e Vesterlund (2010) trabalham com a hipótese de que a falta de confiança ajuda a explicar o diferencial de resultados obtidos em testes de matemática, tópico abordado na subseção anterior. Segundo os autores, o *gap* existente nos testes de desempenho é superestimado, uma vez que mesmo em trabalhos econométricos em que se controla para habilidades na área, a falta de confiança das mulheres pode trazer resultados enviesados.

Para testar a aversão ao risco das mulheres e homens de forma empírica, os pesquisadores realizam um simples experimento. Foram selecionados 30 homens e 30 mulheres para resolver problemas na internet em 15 minutos. Em um primeiro momento, cada jogador participava de forma individual e recebia U\$ 0,50 para cada pergunta certa. Neste caso, homens acertaram em média 11,2 perguntas e as

mulheres, 9,7. Como a participação no jogo foi de forma individual, os autores classificaram este momento como *fase sem competição* (NIEDERLE; VESTERLUND, 2010).

Em um segundo momento, foi realizado novo experimento. Agora, *com competição*: foram selecionados homens e mulheres em grupos mistos de 3 jogadores. Neste novo experimento, a pessoa do grupo que tivesse o maior aproveitamento ganharia U\$ 3,00 por pergunta certa e o restante do grupo não ganharia nada. Se antes a diferença era de 1,5 perguntas corretas na média, neste segundo momento a diferença foi de 4,2. Isto sugere que as mulheres podem se sentir reprimidas pela presença de homens na hora de competir, ou que são jogadoras ruins por natureza (NIEDERLE; VESTERLUND, 2010).

Para solucionar este problema, foi realizado um último experimento com grupos de jogadores apenas do mesmo sexo, com pagamentos iguais ao do experimento anterior. Neste caso, homens e mulheres aumentaram o *score* individual e a diferença ficou em 1,7 perguntas corretas na média, apenas 0,2 a menos do que no primeiro experimento (individual) (NIEDERLE; VESTERLUND, 2010).

Em outro experimento dos mesmos autores, Niederle e Vesterlund (2007) encontram resultados parecidos. Novamente os participantes tinham que responder a perguntas

para ganhar um prêmio. Na etapa individual, a média dos homens foi de 10,7 acertos e a das mulheres foi de 10,2 acertos. Em um segundo momento, foram criados grupos mistos de 4 pessoas: 2 homens e 2 mulheres em que apenas o primeiro lugar ganharia U\$2,00 por acerto e o restante não ganharia nada. Neste caso, a diferença permaneceu estável: 12,1 (homens) e 11,8 (mulheres).<sup>6</sup>

Em seguida, o teste consistia em escolher um participante de cada grupo para um novo torneio. Nesta etapa, não era necessário realizar nenhum teste. O grupo seria considerado vencedor se o escolhido para representação tivesse apresentado um desempenho melhor que os 3 participantes que não foram escolhidos pelos grupos rivais. Em geral, a maior parte dos grupos enviou um homem para a representação. Ao questionarem os participantes, 75% dos homens e 43% das mulheres acharam que elas eram as melhores. A conclusão dos autores então é que os homens são mais autoconfiantes ou então apresentam menor aversão ao risco. Assim, testes para medir habilidades em matemática, como mencionados na subseção anterior, podem ser enviesados simplesmente pelo fato de ter o elemento “competição envolvido”. Isto é o caso dos SAT’s<sup>7</sup>, GRE’s<sup>8</sup>, etc (NIEDERLE; VESTERLUND, 2007).

Para concluir a análise que ficou em aberto sobre a aversão ao risco,

pode-se citar o trabalho de Niederle e Yestrumskas (2008). Em um experimento envolvendo homens e mulheres foi possível testar a confiança e a aversão ao risco entre gêneros. Primeiramente, pedia-se para resolver um exercício fácil de matemática. Em média, a probabilidade de escolher uma questão difícil era 50% maior em homens do que em mulheres. Weinberg e Galenson (2005) mostra que homens em geral tendem a escolher mais cursos de matemática mais pesada e a desistência de mulheres nestes cursos é maior. Segundo o autor, uma das causas é a baixa autoestima e não saber lidar com notas baixas.

### 1.3 Aspectos Institucionais

Gneezy, Leonard e List (2009) procuram evidências a favor de aspectos institucionais e culturais para explicar diferenças de gênero. Os autores escolhem duas tribos diferentes em termos de cultura. A sociedade de Maasai, na Tanzânia, foi escolhida como representante de uma cultura patriarcal, na qual a poligamia é uma prática comum e o *status* do homem advém de sua idade. Já a cultura matriarcal foi representada pela sociedade Khasi, na Índia. Nessa cultura, a sociedade é baseada ao redor da casa da mãe, em que a “chefe” é a avó, que vive com suas filhas não casadas, e as filhas de sua filha mais nova. A filha mais nova nunca sai de casa e eventualmente vira a nova

chefe da casa. As filhas mais velhas vivem em casas adjacentes à casa da mãe. Além disso, nos casamentos, o homem sai de casa para viver com a mulher.

O foco do experimento é testar a competitividade dos indivíduos. Em cada país, existem dois grupos divididos aleatoriamente. As pessoas são convidadas para um local onde são distribuídas entre os grupos de forma aleatória. O experimento é simples: jogar uma bola dentro de um balde a 3 metros. A cada jogador são concedidas 10 tentativas. Antes de jogar, o participante tem direito a escolher se prefere receber X por cada acerto, ou 3X, caso tenha um desempenho melhor que a outra pessoa da qual não conhece as habilidades. Os resultados são interessantes: os homens de Maasai (sociedade patriarcal) competem em geral duas vezes mais que as mulheres. Na sociedade matriarcal de Khasi, na Índia, as mulheres competem mais que os homens (GNEEZY; LEONARD; LIST, 2009).

Guiso *et. al* (2008) estudam o *gap* no desempenho acadêmico de homens e mulheres entre países. Deixam de lado o aspecto biológico como sendo o fundamental para explicar o *gap* e focam em diferenças culturais para explicar as diferenças. O estudo utiliza dados do *Programme for International Student Assessment* (PISA) 2003, com informações de mais de 250.000 alunos com 15 anos ao longo de

40 países. O teste é desenhado pela OCDE com o intuito de diminuir vieses culturais. Em média, as mulheres apresentam um desempenho 2% pior em matemática do que os homens e um desempenho 6,6% maior em leitura. Em países como a Turquia, o *gap* em matemática é desfavorável às mulheres em 22,6%, enquanto é favorável na Islândia em 14,5%. Da mesma forma, o *gap* em leitura é favorável às mulheres em 25,1% na Turquia e em 61% na Islândia (GUIISO *et al.*, 2008).

Os autores usam como *proxy* para igualdade de gênero o GGI (*The World Economic Forum's Gender Gap Index*) do Banco Mundial. A *proxy* reflete oportunidades políticas e econômicas como educação e bem-estar feminino. Como exemplos, a Turquia apresenta um GGI de 0,59, enquanto a Suécia 0,81. Para verificar que os resultados do *gap* não advêm de características biológicas, os autores procuraram analisar países com uma idêntica evolução histórica baseada em genética. Os resultados encontrados mostram que embora historicamente o *gap* de desempenho em matemática tenha favorecido os homens, ele desaparece em sociedades mais igualitárias. Ao mesmo tempo, as notas dos homens são sempre maiores entre o próprio gênero em matemática do que em leitura. Além disso, as notas dos homens nas duas categorias variam entre os países, mas não apresentam correlação com o GGI. Por



fim, o *gap* em leitura aumenta de forma substantiva quanto mais gênero-igualitário é o país (GUIISO *et al.*, 2008).

#### 1.4 Capital Humano

Investimento em habilidades ligadas à capacidade produtiva pode tomar muitas formas. Enquanto o investimento está muitas vezes ligado ao aumento do estoque de máquinas, é possível investir ainda no conhecimento do trabalhador. “O salário não só compensa as horas despendidas no trabalho, mas também remunerando o estoque de capital do trabalhador. Os salários provêm uma boa medida do capital humano. Este fato implica uma razão pela qual mulheres recebem menos que homens: elas podem ter menos capital humano” (JACOBSEN, 2007).

É possível estabelecer uma análise simples sobre investimento em capital humano com base nas expectativas de retorno futuro. Investimentos em capital humano envolvem um custo inicial e benefícios futuros. Quando estes benefícios futuros são trazidos ao presente por meio de uma taxa de desconto e são superiores aos custos relativos à aquisição do capital humano, existe um indício ou sinal de que o investimento é viável.

Existem abordagens alternativas a essa teoria de capital humano baseadas em valor presente. Uma al-

ternativa é a abordagem da sinalização, pela qual as pessoas apenas aumentam a educação como sinal de que se tornaram mais produtivas, mas na verdade a educação não torna as pessoas mais produtivas (JACOBSEN, 2007).

Jacobsen e Levin (1995) deram uma contribuição muito importante à análise dos efeitos decorrentes de se ausentar das atividades profissionais, mesmo em curtos períodos de tempo, como é o caso de licenças-maternidade. Utilizando dados em painel, mulheres foram entrevistadas aproximadamente oito vezes entre um intervalo de 32 meses. Foram selecionadas mulheres entre 30 e 64 anos que estavam trabalhando durante o período da pesquisa. O intuito era avaliar o impacto de interrupções no trabalho nos salários.

Entre as mulheres que saíram do trabalho, 85% relataram razões familiares. Em 14 meses, os salários das mulheres que não largaram o emprego aumentaram em 3,1%, enquanto aquelas que tiveram pausas antes do início da pesquisa tiveram aumento de, em média, 0,6%. O efeito das pausas ao longo da carreira diminui paulatinamente, mas tende a ser irreversível na média. Mulheres que largaram o emprego há menos de um ano em relação ao início da pesquisa em geral recebem 33% a menos do que as que não largaram. Mesmo para interrupções há mais de 20 anos, as mulheres continuam recebendo

entre 5% e 7% a menos (JACOBSEN; LEVIN, 1995).

Kahn (1995) aponta que as mulheres têm maior chance de abandonar o doutorado do que os homens. Além disso, existe um diferencial de gênero em relação à aplicação para programas de PhD. Em geral, das mulheres que finalizam o ensino superior, 10,9% aplicam para doutorado, enquanto a taxa entre os homens é de 12%.

Ginther e Kahn (2004) procuram fazer uma descrição da carreira dos economistas acadêmicos. Nesta pesquisa, porém, é adicionada a variável de fertilidade, ou seja, o número de filhos dos professores. Os resultados merecem atenção. De fato, economistas mulheres publicam 30% menos em jornais de ponta do que homens, o que é comum também em outras áreas. Uma possível explicação é que elas passam mais tempo dando aulas, orientando alunos e realizando tarefas administrativas, embora no estudo mencionado essas variáveis não tenham impacto direto. Outra explicação possível é o maior comprometimento das mulheres com família e crianças. Embora o número de licenças para cuidar dos filhos tenha impacto estatisticamente significativo, não explica bem o *gap* na carreira. Chama-se atenção também ao fato da perda de contatos com coautores em períodos de licença para cuidar de assuntos familiares. De fato, os autores mostram que os homens

têm uma chance 20% maior de continuar no emprego por 10 anos do que as mulheres (GINTHER; KAHN, 2004).

## 2 Compensando Diferenciais

Os salários devem corresponder não só ao retorno sobre o capital humano individual como também devem compensar os aspectos desagradáveis do emprego (FILER, 1985). Todo trabalhador apresenta uma função de utilidade em que salários e “amabilidade da posição de emprego” entram de forma positiva. Assim, de acordo com as preferências pessoais, cada trabalhador tem um conjunto de curvas de indiferença que perpassam características não pecuniárias e salários. Da mesma forma, as empresas dispõem um conjunto de vantagens não pecuniárias e salários desejáveis pelo trabalhador (FILER, 1985). Walker, Tautsky e Oliver (1982) mostram que, em média, homens e mulheres procuram características diferentes na hora de procurar emprego. Por exemplo, homens tendem a dar mais atenção a aspectos pecuniários, enquanto as mulheres atribuem um peso maior aos valores interpessoais.

Os salários pagos em diferentes tipos de trabalho devem em geral igualar as vantagens pecuniárias e não pecuniárias. Caso surja, por exemplo, um emprego que pague bem e seja agradável, os trabalhadores serão direcionados àquele

emprego. Com o aumento da oferta de mão de obra, a tendência é que o salário caia. Ao mesmo tempo, ao deixar o emprego desagradável, a oferta de mão de obra naquele setor cai e os salários sobem. A essa diferença dá-se o nome de compensação de diferenciais (JACOBSEN, 2007). Empregos menos desejáveis pagam mais, *caeteris paribus*. Uma vez que a maior parte dos empregos que envolvem adicionais de insalubridade, bem como outras vantagens pecuniárias, é ocupada por homens, não é de surpreender que a compensação de diferenciais contribua para o *gap* salarial (JACOBSEN, 2007).

Além disso, as próprias preferências podem ter papel importante para explicar as diferenças de salário. Um exemplo é que indivíduos solteiros em geral dão menos valor a benefícios do emprego como creche do que indivíduos casados. Dentro da mesma carreira, diferentes indivíduos podem inclusive inclinar-se em desenvolver atividades distintas. Embora diferenças nas características dos empregos expliquem em parte o *gap* salarial, Jacobsen (2007) argumenta que as divergências em capital humano têm maior poder explicativo do que a compensação de diferenciais.

## Referências

ATTIYEH, Gregory; ATTIYEH, Richard. Testing for Bias in Graduate School Ad-

missions, mimeo, University of Arizona, Department of Economics, 1994.

BANSACK, Cynthia; STARR, Martha. Gender differences in predisposition towards Economics. *Eastern Economic Journal*, 2010.

BARROS, Ricardo; MENDONÇA, Rosane. Geração e reprodução da desigualdade de renda no Brasil. *Perspectivas da Economia Brasileira*, IPEA, p. 471-490, 1993.

BRODER, Ivy. Professional achievements and gender differences among academic economists. *Economic Inquiry*, 1993.

DYNAN, Karen; ROUSE, Cecilia. The underrepresentation of women in Economics: a study of undergraduate economics students. *The Journal of Economic Education*, v. 28, n. 4, p. 350-368, 1997.

FERBER, Marianne; TEIMAN, Michelle. Are women at disadvantage in publishing journal articles? *Eastern Economic Journal*, v. 6, n. 3/4, p. 189-193, 1980.

FILER, Randall. Male female wage differences: the importance of compensating differentials. *Industrial and Labor Relations Review*, v. 38, n. 3, 1985.

FRYER, Roland G.; LEVITT, Steven D. An empirical analysis of the gender gap in mathematics. *American Economic Journal: Applied Economics*, v. 2, n. 2, p. 210-240, 2010.

GINTHER, Donna; KAHN, Shulamit. Women in Economics: moving up or falling off the academic career ladder? *Journal of Economic Perspectives*, v. 18, n. 3, p. 193-214, 2004.

GNEEZY, Uri; LEONARD, Kenneth; LIST, John. Gender differences in competition: evidence from matrilineal and a patriarchal society. *Econometrica*, v. 77, n. 5, p. 1637-1664, 2009.

GUIISO, Luigi; MONTE, Ferdinando; SAPIENZA, Paola; ZINGALES, Luigi. Culture, gender and math. *Education Forum*, v. 320, 2008.

HUTCHINSON, E. Bruce; LOIZEAUX, Marc; PRATT, Leila; SMULLEN, Stephanie. A gen-

- der comparison of economists publications. *Journal of Economic Educators*, 2010.
- JACOBSEN, Joyce. *The economics of gender*. Estados Unidos da América, 2007.
- \_\_\_\_\_; LEVIN, Laurence. Effects of intermittent labor force attachment on women's earnings. *Monthly Labor Review*, 1995.
- JOHNSON, John. Preferences underlying women's choices in academic Economics. *Econ Journal Watch*, v. 5, n. 2, p. 219-226, 2008.
- JONUNG, Christina; STAHLBERG, Ann-Charlotte. Reaching the top? On gender balance in the Economics profession. *Econ Journal Watch*, v. 5, n. 2, p. 174-192, 2008.
- KAHN, Shulamit. Women in the Economics profession. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, p. 193-205, 1995.
- \_\_\_\_\_. Gender differences in academic career paths of economists. *The American Economic Review*, v. 83, n. 2, p. 52-56, 1993.
- KOLPIN, Van; SINGELL, Larry. The gender composition and scholarly performance of Economics departments: a test for employment discrimination. *Industrial and Labor Relations Review*, v. 49, n. 3, p. 408-423, 1996.
- LUMSDEN, Keith; SCOTT, Alex. The Economics student reexamined: male-female differences in comprehension. *The Journal of Economic Education*, v. 8, n. 4, p. 365-375, 1987.
- MCDOWELL, John; SINGELL, Larry; ZILIAK, James. Cracks in the glass ceiling: gender and promotion in the Economics profession. *The American Economic Review*, v. 6, n. 2, p. 392-396, 1999.
- MCMILLEN, Daniel; SINGELL, Larry. Gender differences in first jobs for economists. *Southern Economic Journal*, v. 60, n. 3, p. 701-714, 1994.
- NIEDERLE, Muriel; VESTERLUND, Lise. Do women shy away from competition? Do men compete too much?. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 122, n. 3, p. 1067-1101, 2007.
- NIEDERLE, Muriel; VESTERLUND, Lise. Explaining the gender gap in math test scores: the role of competition. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 24, n. 2, p. 129-144, 2010.
- NIEDERLE, Muriel; YESTRUMSKAS, Alexandra H. *Gender differences in seeking challenges: The role of institutions*. National Bureau of Economic Research, 2008.
- SIEGFRIED, John. Male-female differences in Economic education: a survey. *The Journal of Economic Education*, v. 10, n. 2, p. 1-11, 1979.
- STROBER, Myra. Women economists: career aspirations, educational, and training. *The American Economic Review*, v. 65, n. 2, p. 92-99, 1975.
- TAKAHASHI, Ana Maria; TAKAHASHI, Shingo. Gender differences in Economics departments in Japan. *Economics of Educational Review*, 2011.
- WALKER, J, C; TAUTSKY; OLIVER, D. Men and Women at Work: Similarities and Differences in Work Values within Occupational Groupings. *Journal of Vocational Behavior*, 1982.
- WEINBERG, Bruce A.; GALENSON, David W. *Creative careers: The life cycles of Nobel laureates in economics*. National Bureau of Economic Research, 2005.
- WILLIAMS, Mary L.; WALDAUER Charles; DUGGAL, Vijaya G. Gender differences in Economic knowledge: an extension of the analysis. *The Journal of Economic Education*, v. 23, n. 3, p. 219-231, 1992.
- 
- 1 Teaching assistant corresponde a uma espécie de ajudante, colaborador do professor principal da disciplina. Pode ser aluno de pós-graduação ou graduação, atuando como "monitor".
  - 2 Tenure indica que o profissional passou pela fase inicial da profissão e agora já tem estabilidade na profissão. Ou seja; não pode ser demitido sem justa causa.
  - 3 Em cursos de pós-graduação é comum em algumas instituições que o aluno faça um teste ao final do primeiro ano. Caso não seja aprovado, não pode mais continuar o curso e é dispensado.
  - 4 Graduate Record Examination, ou GRE, é um teste utilizado como um dos critérios de admissão em diversos programas de pós-graduação no exterior.
  - 5 Acrônimo de Realistic, Investigative, Artistic, Social, Enterprising e Conventional.
  - 6 Segundo os autores, o aumento na taxa de acertos pode ter sido devido à experiência adquirida do primeiro experimento.
  - 7 Acrônimo de Scholastic Aptitude Test. É um teste utilizado por algumas universidades como um dos critérios de seleção para admissão de novos alunos de graduação.
  - 8 Acrônimo de Graduate Record Examination. Raciocínio semelhante ao SAT, porém utilizado para admissão em programas de pós-graduação.
- (\*) *Mestrando em Teoria Econômica na Universidade de São Paulo. Este texto consiste em parte da monografia realizada pelo autor para a obtenção do título de bacharel em Economia na Universidade de Brasília. (E-mail: mcoutofernando@gmail.com).*

# O Programa Bolsa Família Gera um “Efeito Preguiça”?

VITOR KAYO DE OLIVEIRA (\*)

## 1 Introdução

O Programa Bolsa Família (PBF) é um programa federal de transferência de renda condicional às famílias de baixa renda que visa à quebra do ciclo intergeracional de pobreza. Segundo os critérios de 2015, podem receber os benefícios do programa as famílias extremamente pobres – aquelas com renda *per capita* menor que R\$ 77,00 – e as famílias pobres – aquelas com renda *per capita* entre R\$ 77,01 e R\$ 154,00 – que contenham gestantes, nutrizes e jovens de 0 a 17 anos desde que cumpram as condições de fazer os jovens frequentarem regularmente as escolas e terem em dia as vacinações e de as gestantes e nutrizes se submeterem aos acompanhamentos básicos de saúde.

Nesse contexto de transferência de renda, surge a dúvida sobre se o programa gera incentivos positivos ou negativos à busca por emprego e ao tempo ofertado de trabalho, uma vez que existem variados canais teóricos que levam a resultados distintos.

Oliveira e Soares (2013) argumentam que para ser beneficiária do PBF, a família deve ter até certa renda *per capita*, o que pode gerar

desincentivo à procura por emprego e ao tempo ofertado de trabalho dos seus membros. Isto porque a elevação da renda familiar causada por um membro que conseguiu se empregar ou que começou a trabalhar mais horas pode fazer com que a família perca a elegibilidade ao programa. Por outro lado, os autores também dizem que há custos de informação relacionados à procura por trabalho que podem passar a ser arcados com o auxílio de uma renda exógena, como o PBF. Isto incentiva, portanto, a busca por emprego.

Já segundo Cedeplar (2007), pode prevalecer o efeito renda de uma transferência de renda, significando que a demanda por todos os bens normais, inclusive lazer, se eleva e desestimula o engajamento dos membros da família na procura por emprego e no tempo despendido trabalhando. Ademais, a exigência de assiduidade dos jovens às aulas para que a família receba a renda do programa acarreta a redução do valor do tempo dos jovens no mercado de trabalho. Assim, diminui a oferta total de trabalho dos membros de uma mesma família, o que leva os membros não jovens dessa família a se empenharem

mais tanto no período de trabalho quanto na procura pelo mesmo.

Esta breve pesquisa tem por objetivo contribuir empiricamente na resposta à questão acima exposta. Para isso, utilizou o método de pareamento por escore de propensão para verificar se o PBF tem impacto positivo, negativo ou nulo sobre a busca por emprego e sobre o tempo ofertado de trabalho.

## 2 Revisão da Literatura

Brito e Kerstenetzky (2010 *apud* OLIVEIRA; SOARES, 2013) usam a base de dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílio (PNAD) de 2006 para fazer um teste de média de um grupo de indivíduos pobres beneficiários do PBF e outro grupo pobre não beneficiário. Os resultados encontrados indicam que os beneficiários têm maior chance de inserção no mercado de trabalho, ao passo que os não beneficiários apresentam maior tendência a procurar emprego.

De acordo com Medeiros, Britto e Soares (2007 *apud* OLIVEIRA; SOARES, 2013), se a classe mais pobre é dividida em décimos e se são comparadas as famílias que recebem e não recebem o PBF nos

três décimos mais baixos com auxílio de um modelo probit, os indivíduos pertencentes aos três grupos beneficiários do programa exibem taxas de participação no mercado de trabalho superiores às daqueles membros das famílias que não se beneficiam do PBF. Ainda se verifica que o PBF tem impacto negativo somente sobre a probabilidade de participação no mercado de trabalho das mulheres chefes.

Foguel e Barros (2010 *apud* OLIVEIRA; SOARES, 2013), com dados em painel de 806 municípios no período de 2001 a 2005 e com uso de métodos econométricos diversos, acham evidências de que programas de transferência de renda condicional brasileiros não diminuem a participação no mercado de trabalho das mulheres, enquanto esses programas tendem a afetar um pouco positivamente a participação dos homens. Em relação ao número de horas trabalhadas, as mulheres em geral diminuem sua oferta de trabalho; no entanto, aquelas que estão abaixo da renda mediana têm um impacto estatisticamente insignificante. Já aos homens correspondem estimativas estatisticamente insignificantes.

Teixeira (2010 *apud* OLIVEIRA; SOARES, 2013) contribui para a literatura usando dados da PNAD 2006 e o método de pareamento por escore de propensão. Verificase que os homens têm um aumento de 1,7 ponto percentual na probabilidade de participação no

mercado de trabalho, enquanto para as mulheres essa elevação é de 2,5 ponto percentual. Todavia, ao ter em consideração divisões com base nos valores da transferência de renda do PBF, somente as mulheres pobres que recebem entre R\$ 30,00 e R\$ 45,00 apresentam um aumento estatisticamente significativo e positivo em torno de 2,5 a 3,8 pontos percentuais na probabilidade de participação. Quando se considera o número de horas trabalhadas, tanto os homens quanto as mulheres tendem a diminuir sua oferta de trabalho em 0,56 hora por semana e 1,18 hora por semana, respectivamente. Já quando se leva em conta não se o indivíduo é pertencente ou não a uma família beneficiária do programa, mas sim quanto é o valor da transferência, os dados apontam para um impacto estatisticamente insignificante desse valor sobre a oferta de horas trabalhadas dos homens pobres, mulheres pobres e homens extremamente pobres, embora haja uma diminuição estatisticamente significativa do número de horas trabalhadas que é tanto maior quanto mais elevada é a renda transferida para as mulheres extremamente pobres.

Por fim, segundo Cedeplar (2007), utilizando a base de dados da Avaliação de Impacto do Programa Bolsa Família de 2005 e o método de pareamento por escore de propensão, há evidências que mostram que os domicílios pobres e extremamente pobres beneficiados pelo PBF

têm maior participação de adultos empregados que aqueles que não participam do programa, sendo essas diferenças de 2,6 e 3,1 pontos percentuais, respectivamente. Quanto à procura por trabalho, os resultados apontam na direção de um aumento da probabilidade de procura por emprego dos indivíduos de domicílios beneficiários da ordem de 4,5 pontos percentuais.

### 3 Dados e Metodologia

Os dados desta pesquisa foram obtidos da base da Avaliação de Impacto do Programa Bolsa Família de novembro de 2005. As informações são referentes a entrevistas feitas com 15.426 famílias de 269 municípios com representação de três macrorregiões (Nordeste, Norte mais Centro-Oeste e Sul mais Sudeste), totalizando 68.395 indivíduos. As entrevistas versam sobre aspectos diversos como, dentre outros, consumo, antropometria de crianças, vida escolar, acesso à educação, saúde e mercado de trabalho.

Particularmente importantes para esta pesquisa são os dados relacionados ao mercado de trabalho dos membros entre 18 e 70 anos das famílias que recebem e não recebem o PBF. A seguir descrevem-se as informações usadas e colocam-se os nomes das variáveis em **negrito** e *itálico* dentro de parêntesis: rendimento mensal em outubro de 2005 (**rend\_mes\_out**), dummy

de gênero masculino (*sexo*), anos de idade (*idade*), anos de idade ao quadrado (*idade2*), anos de educação (*educ*), dummy de se tem problema de saúde crônico ou se teve algum problema de saúde nos últimos 30 dias (*prob\_saude*), dummy de se recebeu aposentadoria ou pensão (*rec\_apo\_pen*), dummy de se recebeu seguro-desemprego (*seg\_desem*), dummy de se recebeu outros rendimentos (*out\_rend*), dummy de se pertence ao ramo agrícola (*agri*), dummy de se pertence ao ramo de construção civil (*civ*), dummy de se pertence ao ramo de comércio (*comerc*), dummy de se pertence ao ramo de transportes (*trans*), dummy de se pertence ao ramo da indústria (*ind*), dummy de se pertence ao ramo de outros serviços (*serv*), dummy de se pertence ao ramo da administração pública (*admp*, grupo de base em relação aos outros ramos de atividade), dummy de se localiza em área urbana (*urb*), dummy de se mora na macrorregião Nordeste (*nordes*), dummy de se mora na macrorregião Sul mais Sudeste (*sud\_e\_sul*), dummy de se mora na macrorregião Norte mais Centro-Oeste (*nort\_e\_cent\_oest*, grupo de base em relação às outras macrorregiões), dummy de se recebe o PBF (*pbf*), dummy de se procurou trabalho no mês de outubro de 2005 (*proc\_trab\_out*), dummy de se procurou trabalho nos últimos sete dias anteriores à entrevista (*proc\_trab\_7d*), e horas habitualmente trabalhadas na semana (*horas\_trab*).

Um dos objetivos da avaliação de impacto de um programa é identificar o efeito médio do programa sobre uma variável de resultado do grupo de tratados (ATT), que no caso ideal se daria por meio da comparação entre os resultados dos indivíduos que foram efetivamente tratados e os resultados potenciais desses mesmos indivíduos caso não tivessem sido tratados.

A fim de estimar o efeito médio do PBF sobre a procura por emprego e sobre o tempo ofertado de trabalho dos beneficiários do PBF, opta-se pelo método de pareamento por escore de propensão. Em suma, esse método postula que, quando se controla por um vetor de características observáveis que estão associadas à decisão de participação do programa e correlacionadas à variável de resultado potencial – que podem ser devidamente resumidas numa variável binária que corresponde à probabilidade de participar do tratamento dadas as características observáveis –, é possível comparar um indivíduo do grupo de tratamento com um dado conjunto de características observáveis com um indivíduo do grupo de controle com um dado conjunto de características observáveis suficientemente próximo ao do outro indivíduo, de sorte a este último poder ser considerado um “clone” do que teria acontecido com o indivíduo tratado caso não tivesse sido tratado. Destarte, depois de realizado o pareamento para construir um grupo de controle cujos indivíduos

sejam os contrafactuais correspondentes aos membros do grupo de tratamento, estima-se a média das diferenças das variáveis de resultado dos indivíduos pareados, dando origem à estimação do ATT.

Assim, na próxima seção, para avaliar o impacto do PBF sobre a procura por emprego, primeiramente se usa como variável de resultado a dummy de se procurou trabalho no mês de outubro de 2005 (*proc\_trab\_out*) e secundariamente se utiliza como variável de resultado a dummy de se procurou trabalho nos últimos sete dias anteriores à entrevista (*proc\_trab\_7d*). Por último, para avaliar o impacto do PBF sobre o tempo ofertado de trabalho dos beneficiários do PBF, faz-se uso da variável horas habitualmente trabalhadas na semana (*horas\_trab*) como variável de resultado. Em todos os três casos, a dummy de se recebe o PBF (*pbf*) é a variável que indica se o indivíduo é do grupo de tratamento ou do grupo de controle e todas as demais variáveis compõem o vetor de variáveis observáveis que afetam a decisão de participação e que estão correlacionados com a variável de resultado potencial. Em seguida às respectivas estimações, são também feitos os testes de balanceamento para verificar o quão bem foram construídos os grupos de tratamento e de controle com base no pareamento, esperando que após o pareamento as médias das variáveis observáveis dos grupos de tratamento e de controle sejam suficientemente próximas.

## 4 Resultados

Tabela 1- Estimativas Relativas a *proc\_trab\_out*

Variável de resultado <i>proc_trab_out</i>		
ATT	Desvio Padrão	Estatística t
0,0306	0,0080	3,79
Teste de balanceamento		
Variável	Estatística t	P> t
<i>rend_mes_out</i>	0,06	0,955
<i>sexo</i>	0,66	0,510
<i>idade</i>	1,22	0,221
<i>idade2</i>	1,01	0,314
<i>educ</i>	(-)0,27	0,787
<i>prob_saude</i>	(-)0,26	0,792
<i>rec_apo_pens</i>	(-)0,18	0,857
<i>seg_desem</i>	0,44	0,663
<i>out_rend</i>	0,15	0,880
<i>agri</i>	0,43	0,666
<i>civ</i>	0,42	0,672
<i>comerc</i>	1,28	0,199
<i>trans</i>	(-)2,09	0,036
<i>ind</i>	0,35	0,726
<i>serv</i>	(-)0,98	0,328
<i>urb</i>	0,54	0,587
<i>nordes</i>	0,81	0,421
<i>sud_e_sul</i>	(-)0,77	0,442

Vê-se que o PBF em média provoca um aumento aproximado de 3,06 pontos percentuais na probabilidade de um indivíduo beneficiário ter procurado um emprego em outubro de 2005. Ademais, o impacto é estatisticamente significativo a 5% de significância. O teste de balanceamento a 5% de significância indica problema no agrupamento referente à *dummy* de se pertence ao ramo de transportes.

Tabela 2 - Estimativas Relativas a *proc\_trab\_7d*

Variável de resultado <i>proc_trab_7d</i>		
ATT	Desvio Padrão	Estatística t
0,0219	0,0069	3,17
Teste de balanceamento		
Variável	Estatística t	P> t
<i>rend_mes_out</i>	(-)0,20	0,838
<i>sexo</i>	(-)1,07	0,285
<i>idade</i>	(-)0,46	0,644
<i>idade2</i>	(-)0,33	0,742
<i>educ</i>	0,07	0,946
<i>prob_saude</i>	1,23	0,217
<i>rec_apo_pens</i>	(-)0,53	0,593
<i>seg_desem</i>	(-)0,09	0,932
<i>out_rend</i>	1,42	0,154
<i>agri</i>	(-)0,23	0,821
<i>civ</i>	(-)0,16	0,871
<i>comerc</i>	1,40	0,161
<i>trans</i>	(-)2,24	0,025
<i>ind</i>	0,09	0,931
<i>serv</i>	(-)0,50	0,618
<i>urb</i>	0,02	0,981
<i>nordes</i>	(-)0,08	0,936
<i>sud_e_sul</i>	(-)0,28	0,782

Constata-se que o efeito médio sobre os tratados do PBF é de aproximadamente 0,022 e é estatisticamente significativo a 5% de significância. Isso significa que um indivíduo beneficiário em média tem 2,2 pontos percentuais a mais de chance de ter procurado um emprego nos últimos sete dias anteriores à entrevista. O teste de balanceamento a 5% de significância aponta para problema no agrupamento referente à *dummy* de se pertence ao ramo de transportes.

Tabela 3 - Estimativas Relativas a *horas\_trab*

Variável de resultado <i>horas_trab</i>		
ATT	Desvio Padrão	Estatística t
(-)0,5701	0,3263	(-)1,75
Teste de balanceamento		
Variável	Estatística t	P> t
<i>rend_mes_out</i>	(-)0,46	0,647
<i>sexo</i>	0,40	0,692
<i>idade</i>	0,29	0,772
<i>idade2</i>	0,06	0,949
<i>educ</i>	0,34	0,735
<i>prob_saude</i>	0,72	0,474
<i>rec_apo_pens</i>	(-)0,25	0,805
<i>seg_desem</i>	(-)0,44	0,663
<i>out_rend</i>	0,63	0,527
<i>agri</i>	0,56	0,575
<i>civ</i>	0,60	0,550
<i>comerc</i>	0,51	0,610
<i>trans</i>	0,28	0,776
<i>ind</i>	1,05	0,294
<i>serv</i>	(-)1,92	0,055
<i>urb</i>	0,39	0,698
<i>nordes</i>	1,03	0,302
<i>sud_e_sul</i>	(-)0,26	0,792

O impacto médio do PBF sobre os beneficiários é de aproximadamente -0,57. Ou seja, em média, um indivíduo que recebe o PBF diminui em 0,57 hora a sua oferta de trabalho semanal. No entanto, salienta-se que essa estimativa é estatisticamente insignificante a 5% de significância. O teste de balanceamento a 5% de significância não mostra problemas nos agrupamentos.

## 5 Conclusão

Lembrando que a pergunta à qual se deseja responder empiricamente nesta pesquisa é se o PBF impacta de maneira positiva ou negativa a oferta de trabalho

quando por esta se entende a busca por emprego e o tempo ofertado de trabalho, os resultados sugerem que o programa afeta positivamente a busca por emprego e nulamente o tempo ofertado de trabalho.

Mais especificamente, os dados mostram que o recebimento do PBF leva a um aumento de 3,06 pontos percentuais na probabilidade de um indivíduo beneficiário procurar emprego em outubro de 2005 e a uma elevação de 2,2 pontos percentuais na chance de um membro de uma família beneficiária procurar emprego nos últimos sete dias anteriores à entrevista. Por outro lado, o PBF parece não impactar a decisão de quantas horas trabalhar semanalmente.

Portanto, esta pesquisa encontra evidências empíricas de que o PBF não gera um “efeito preguiça”. No entanto, é mister dizer que a metodologia usada sofre do problema grave de não levar em conta possíveis variáveis não observáveis que afetam a decisão de participação no programa e que se relacionam com a variável de resultado potencial, o que pode fazer com que as estimativas se tornem enviesadas e inconsistentes, podendo invalidar toda a análise feita nesta pesquisa.

## Referências

- CEDEPLAR – CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL. *Sumário Executivo – Avaliação de Impacto do Programa Bolsa Família*, out. 2007.
- OLIVEIRA, L. F.; SOARES, S. S. D. “Efeito preguiça” em programas de transferência de renda? In: CAMPOLLO, T.; NERI, M. C. *Programa Bolsa Família: uma década de inclusão e cidadania*. Cap. 22, p. 341-358, 2013.

(\*) *Mestrando em Teoria Econômica do IPE-USP.*  
(E-mail: vitor.kayo.de.oliveira@gmail.com).



# Relatório de Indicadores Financeiros<sup>1</sup>

NÚCLEO DE ECONOMIA FINANCEIRA DA USP – NEFIN-FEA-USP (\*)

Em 02/jan/2012 foram (teoricamente) investidos R\$ 100 em quatro carteiras *long-short* tradicionais da literatura de Economia Financeira. O Gráfico 1 apresenta a evolução dos valores das carteiras. (1) Carteira de Mercado: comprada em ações e vendida na taxa de juros livre de risco; (2) Carteira Tamanho: comprada em ações de empresas pequenas e vendida em ações em empresas grandes; (3) Carteira Valor: comprada

em ações de empresas com alta razão “valor contábil-valor de mercado” e vendida em ações de empresas com baixa razão; (4) Carteira Momento: comprada em ações de empresas vencedoras e vendida em ações de empresas perdedoras. Para detalhes, visite o *site* do NEFIN, seção “Fatores de Risco”: <[http://nefin.com.br/risk\\_factors.html](http://nefin.com.br/risk_factors.html)>.

Gráfico 1 – Estratégias de Investimentos (Long - Short) (02/01/2012 - 10/11/2017)

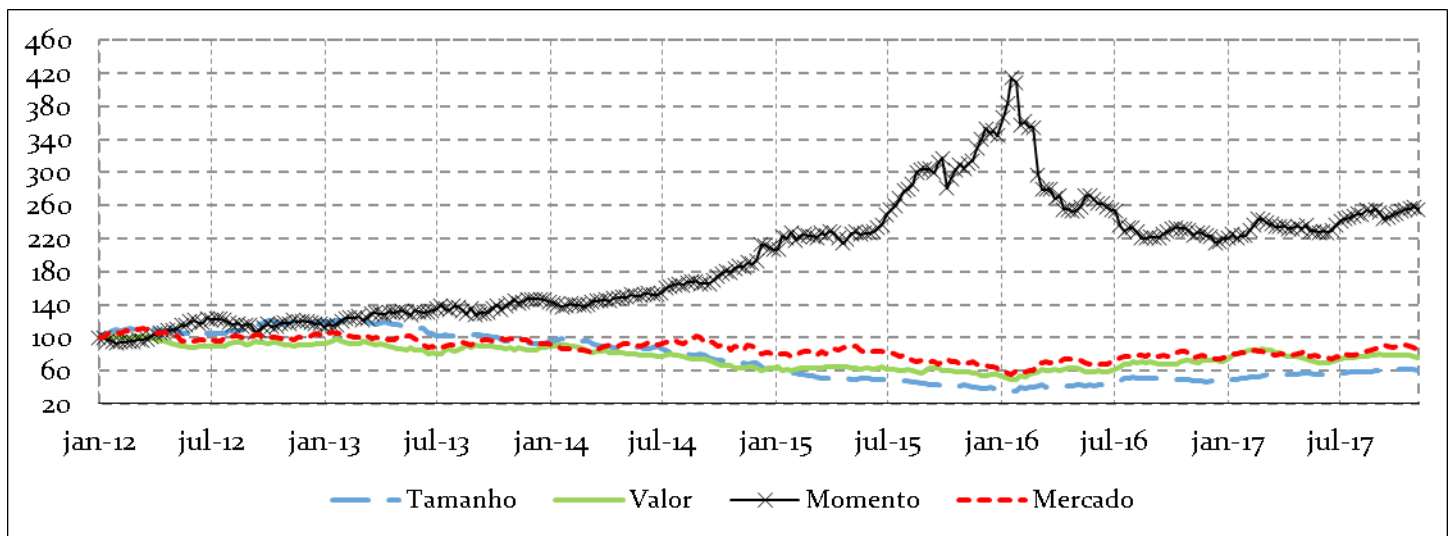


Tabela 1

	Tamanho	Valor	Momento	Mercado
Semana	-2,68%	-2,33%	-1,23%	-2,43%
Mês Atual	-2,28%	-2,05%	-0,19%	-3,14%
Ano Atual	28,23%	7,78%	16,06%	12,14%
2010-2017	-41,78%	-33,19%	331,42%	-31,72%

O Gráfico 2 apresenta a evolução histórica do *dividend yield* do mercado acionário brasileiro: razão entre o total pago de dividendos nos últimos 12 meses pelas empresas e o valor total das empresas hoje. Essa é tradicionalmente uma variável estacionária (reverte à média) e é positivamente correlacionada com o retorno futuro esperado dos investidores. Ou seja, é alta em momentos ruins (de alto risco ou alta aver-

são ao risco), quando os investidores exigem retorno esperado alto para investir no mercado, e baixa em momentos bons. A Tabela 2 apresenta o inverso do *dividend yield*, conhecido como Razão Preço-Dividendo, de algumas empresas. Ordenam-se os papéis da última semana de acordo com essa medida e reportam-se os papéis com as dez maiores e dez menores Razões Preço-Dividendo.

Gráfico 2 – Dividend Yield da Bolsa (01/01/2009 - 10/11/2017)

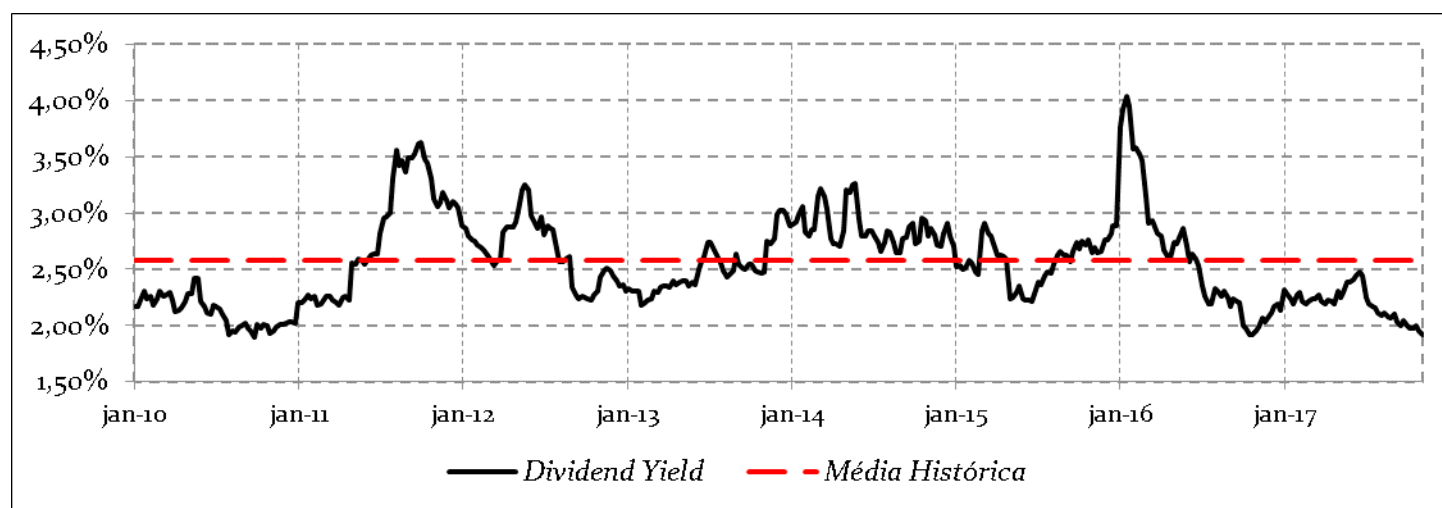


Tabela 2

	Dez Maiores		Dez Menores	
	Papel	Preço-Dividendo	Papel	Preço-Dividendo
1.	LAME4	745,83	VALE5	4,53
2.	MGLU3	460,60	CESP6	14,14
3.	ANIM3	383,07	BBSE3	17,06
4.	LINX3	355,85	ITSA4	18,70
5.	MYPK3	271,23	FLRY3	19,02
6.	CVCB3	267,50	BRSR6	21,81
7.	GGBR4	264,99	MPLU3	22,97
8.	NATU3	201,06	CMIG4	23,21
9.	TIMP3	190,21	ITUB4	23,97
10.	RADL3	178,48	SBSP3	24,10

O Gráfico 3 apresenta a evolução histórica do *short interest* do mercado acionário brasileiro e a taxa média de aluguel de ações. O *short interest* de uma empresa é dado pela razão entre a quantidade de ações em aluguel e a quantidade de ações *outstanding* da empresa. Mede assim o estoque de vendas a descoberto realizadas com as ações da empresa, tendendo a ser maior em momentos de expectativa de queda no valor da

empresa. O *short interest* do mercado, apresentado no gráfico, é a média (ponderada por valor) dos *short interest* individuais. A Tabela 3 reporta os cinco maiores *short interest* individuais e taxas de aluguel da semana passada, tanto em nível como primeira diferença (no caso deste último, são excluídos os papéis que tiveram variação negativa).

Gráfico 3 – Mercado de Aluguel de Ações (01/01/2013 - 10/11/2017)

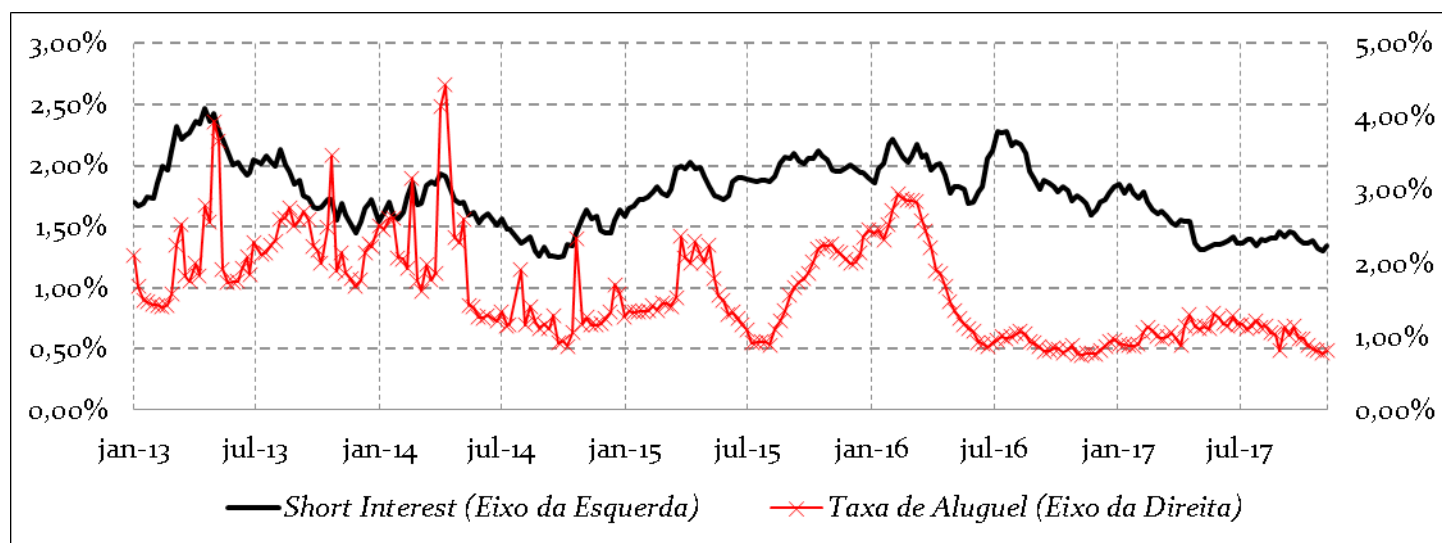


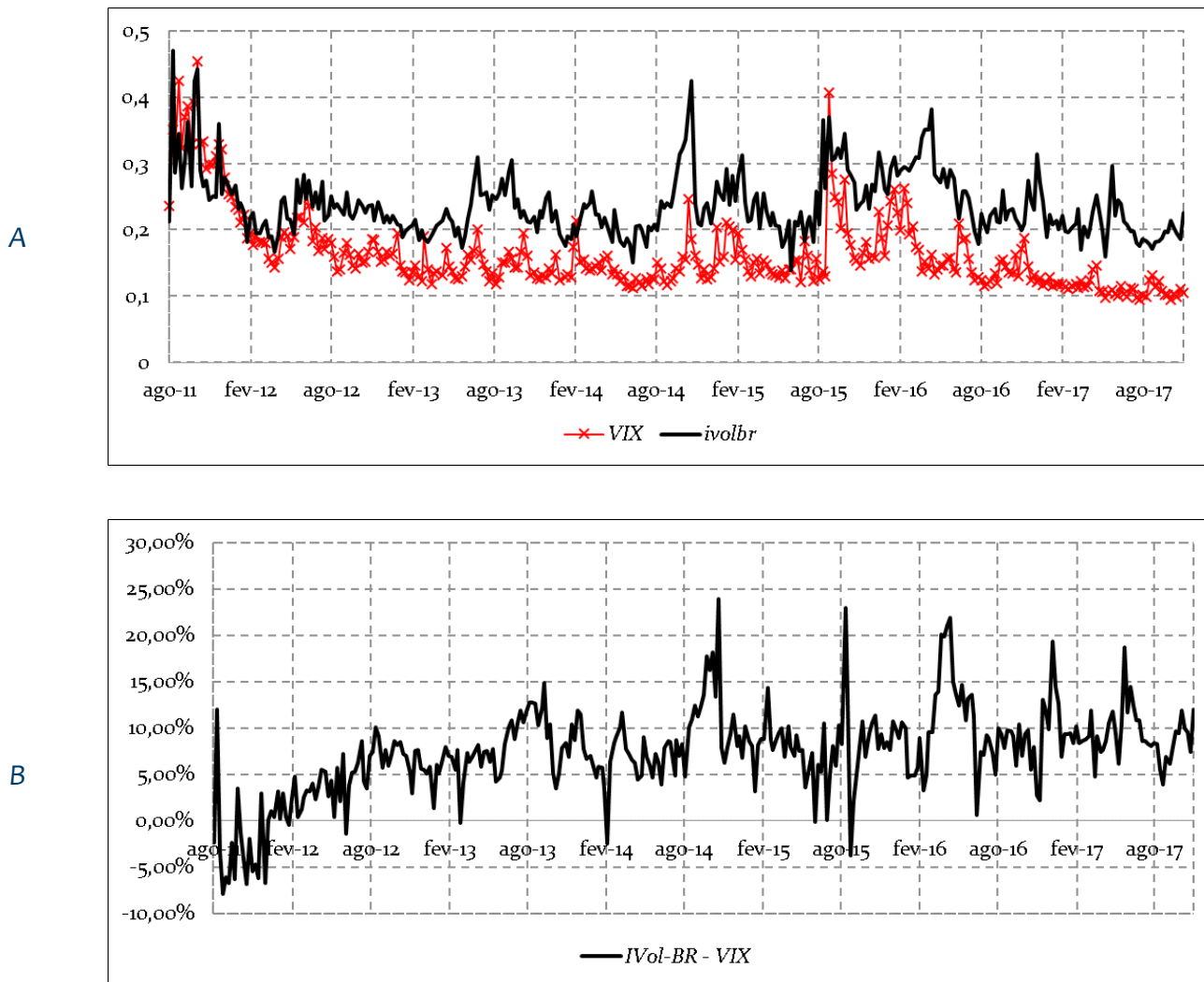
Tabela 3

Cinco Maiores da Semana				
Short interest			Taxa de Aluguel	
1.	ELPL4	16,14%	PSSA3	19,97%
2.	GFS3	9,21%	GFS3	19,36%
3.	GOAU4	7,52%	MRFG3	16,11%
4.	VLID3	6,98%	EGIE3	15,26%
5.	EVEN3	6,66%	OFS3	15,00%
Variação no short interest			Variação na taxa de aluguel	
1.	ELPL4	1,52%	MRFG3	13,41%
2.	TOTS3	1,41%	TOTS3	10,75%
3.	GOAU4	0,79%	PLAS3	6,32%
4.	EVEN3	0,67%	TPIS3	6,05%
5.	BEEF3	0,62%	JFEN3	4,75%

O IVol-BR é um índice de volatilidade futura esperada para o mercado acionário brasileiro. É derivado do comportamento dos preços de opções sobre o IBOVES-PA. Já o VIX® é o índice de volatilidade futura esperada para o mercado americano calculado pela CBOE®.

O Gráfico 4A apresenta ambas as séries. O Gráfico 4B apresenta a diferença entre os índices, apurando assim a evolução da incerteza especificamente local. Para detalhes, visite o site do NEFIN, seção “IVol-Br”: <[http://nefin.com.br/volatility\\_index.html](http://nefin.com.br/volatility_index.html)>.

Gráfico 4 – Volatilidade Forward-Looking (01/08/2011 - 31/10/2017)



1 O NEFIN não se responsabiliza por qualquer dano ou perda ocasionados pela utilização das informações aqui contidas. Se desejar reproduzir total ou parcialmente o conteúdo deste relatório, está autorizado desde que cite este documento como fonte.

O Nefin agradece à FIPE pelo apoio financeiro e material na elaboração deste relatório.

2 VIX® e CBOE® são marcas registradas da Chicago Board Options Exchange.

(\*) <<http://nefin.com.br/>>.

# pensando o Brasil



## Repensando a Crise<sup>1</sup>

CARLOS LUQUE (\*)  
SIMÃO SILBER (\*\*)  
ROBERTO ZAGHA (\*\*\*)

Estamos no meio de um colapso econômico: crescimento zero em 2014, menos 3.8% em 2015, e menos 3.3% em 2016. Não há melhoria em vista. O FMI prevê crescimento de 0.5% em 2017 e 2% a partir de 2021. Estas são taxas extraordinariamente baixas para uma economia cuja renda *per capita* é apenas 12% da americana, com muito caminho pela frente para alcançar economias mais avançadas. Estas taxas de crescimento fazem com que somente em 2021 o PIB volte ao mesmo nível de 2014. Dado o aumento populacional, o brasileiro recuperará o nível de renda de 2014 em 2026. A dívida pública, 60% do PIB em 2014 e 78% em 2016, vai chegar a 93% do PIB em 2021. Um pesadelo.

O governo e muitos economistas veem no fisco a causa desta situação. Déficits altos colocam a dívida pública numa trajetória insustentável. Esta enfraquece a confiança essencial à inversão privada e ao crescimento econômico. A ambição da emenda do teto, aprovada recentemente, é de resolver tanto o problema do crescimento insustentável da dívida pública como o problema da falta de crescimento do PIB.

A realidade é mais sutil. Por várias razões a reforma constitucional não poderá cumprir suas promessas. O mais provável é que irá prolongar a falta de crescimento e piorar a crise. A emenda assume que contrações fiscais são expansionistas até mesmo numa recessão. Contrações fiscais reduzem as expectativas de tributação futura,

e assim aumentam os retornos esperados no futuro. Isto levaria os empresários a aumentar as inversões no presente. Mas não é realista esperar que empresários com capacidade ociosa estejam no futuro dispostos a aumentar ainda mais esta capacidade. Esta intuição fundamental da Teoria Keynesiana se revelou correta numa variedade de situações e contextos. E estudos recentes do FMI demonstraram que a teoria de contrações fiscais expansionistas não tem fundamento teórico ou empírico. Por último: estudos recentes (Eichengreen e outros) mostram que os casos nos quais a relação dívida/PIB se reduz através de superávits primários são excepcionalmente raros. A relação Dívida/PIB pode ser reduzida muito mais rapidamente através do crescimento econômico.

A segunda razão é que as iniciativas do governo nada fazem para reduzir fraquezas estruturais. Entre 1950-80 o PIB cresceu à taxa excepcional de 7.3% ao ano – uma das mais altas do mundo. Desde 1980 a renda *per capita* da Coreia aumentou 6 vezes; a da China, 17; a da Índia, 4; a da Indonésia, 3, enquanto a do Brasil aumentou apenas 44%. Este atraso é o resultado de fraquezas estruturais desenvolvidas desde 1980: investimento baixo, economia “desglobalizada” com importações e exportações caindo em relação ao PIB, e desindustrialização acelerada. A inversão na infraestrutura, 8% a 10% na China e na Índia, chega a apenas 2% no Brasil. Nada no programa do governo corrige estas tendências.

Terceiro, o fato de o país ter problemas fiscais não significa que a solução seja fiscal. Num artigo recente no *Jornal O Globo*, Edmar Bacha refere-se à magnitude dos desequilíbrios fiscais brasileiros. Apesar de preocupantes, um déficit primário de 2% do PIB, uma dívida pública bruta de 78% do PIB e uma dívida líquida de 45% do PIB (i.e., descontadas as reservas internacionais e os empréstimos dos bancos públicos, e.g. BNDES, ao setor privado) fazem do Brasil um país com desequilíbrios fiscais modestos. O tratado de Maastrich que guia as políticas fiscais europeias preconiza um déficit não maior do que 3% do PIB e uma dívida pública não maior do que 60% do PIB. A maioria dos países europeus tem dívidas públicas brutas e líquidas

bem maiores em relação ao PIB: Alemanha – 75% e 50%; França – 95% e 87%; Japão – 249% e 126%; Estados Unidos – 104% e 80% de seus respectivos totais. O déficit primário de 2% do PIB do Brasil poderia ser facilmente absorvido não fossem os juros sobre a dívida pública de 8% do PIB. Um déficit primário modesto em circunstâncias normais transforma-se num déficit de 10% do PIB. E, com o PIB em declínio, um problema solucionável transforma-se em crise.

Finalmente, a emenda do teto acrescenta uma regra às já existentes com a admissão implícita de que as regras existentes não funcionaram. A partir de 1988, a Constituição Federal instituiu três instrumentos centrais de planejamento fiscal: Lei de Diretrizes Orçamentárias, Orçamentos Anuais e Planos Plurianuais, e a Lei de Responsabilidade Fiscal em 1999. Estes instrumentos de planejamento já são previstos pela Constituição. A emenda do teto coloca na Constituição o limite de gastos quando, se julgamos essa medida necessária, existem já os instrumentos previstos pela própria Constituição. Se não acreditarmos em Leis que a Constituição define como acreditar na própria Constituição?

Ao assumir que a origem dos problemas econômicos do Brasil é exclusivamente fiscal, o governo ignorou problemas estruturais graves. O país precisa muito mais do que contenção fiscal. Precisa de políticas econômicas que pos-

sam restaurar o crescimento da indústria e das exportações (uma taxa de câmbio real competitiva e estável, controles sobre fluxos de capital especulativos, redução de barreiras tarifárias), que reduzam o enorme déficit de infraestrutura (investimentos públicos em infraestrutura fora das metas fiscais, i.e. a “regra de ouro” de política fiscal adotada na Alemanha no passado), correção dos mecanismos inerciais de inflação (uma regra mais realista para a indexação de salários), e que façam do crescimento o objetivo central da política econômica (incluir o crescimento no mandato do Banco Central, reduzir gradualmente as taxas de juros, introduzir metas fiscais ajustadas ao ciclo econômico, eliminar o crédito subsidiado do BNDES e outros bancos públicos). É um programa complexo. Nada que não possa ser implementado por uma equipe de economistas esclarecidos como aquela que atuou no Brasil no Plano Real.

1 Artigo publicado anteriormente em *Valor Econômico*, 06/01/2017: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/4827918/repensando-crise>>.

(\*) Professor da Faculdade de Economia e Administração da USP e presidente da Fipe.  
(E-mail: [cluque@usp.br](mailto:cluque@usp.br)).  
(\*\*) Professor da FEA-USP.  
(E-mail: [sdsilber@usp.br](mailto:sdsilber@usp.br)).  
(\*\*\*) Ex-Secretário da Comissão sobre o Crescimento e o Desenvolvimento e diretor para a Índia, do Banco Mundial.  
(E-mail: [nzagha@gmail.com](mailto:nzagha@gmail.com)).

## O Remédio se Tornou Doença

CARLOS LUQUE (\*)  
SIMÃO SILBER (\*\*)  
ROBERTO ZAGHA (\*\*\*)

Entre 1950 e 1980, a renda *per capita* do brasileiro aumentou 400%. Nos 36 anos seguintes, o aumento foi de 44%. A economia brasileira passou de 30 anos de crescimento excepcional para 36 de crescimento medíocre. Paradoxalmente, nestes 36 anos, o Brasil desenvolveu uma das agriculturas mais produtivas do mundo, uma indústria aeronáutica competitiva internacionalmente e um setor petrolífero reconhecido pela sua sofisticação tecnológica. O país eliminou a fome, universalizou o ensino fundamental, criou um sistema de seguridade abrangente e modernizou suas instituições: um Banco Central independente, processos orçamentários transparentes e a Lei de Responsabilidade Fiscal. E nos anos 90, o Brasil resolveu dois problemas macroeconômicos extremos: endividamento externo insustentável e hiperinflação crônica.

Estes avanços foram insuficientes. De dinâmica e pujante, a economia brasileira tornou-se anêmica. Pior ainda é a mediocridade de suas perspectivas. Estudos recentes do FMI, do Banco Santander, de Bacha e Bonelli e do Banco Central

do Brasil concluem que a **capacidade** de crescimento da economia caiu a 2 por cento *per capita* ao ano. Esta é a taxa de crescimento de longo prazo da renda *per capita* nos países avançados. A implicação é que a renda *per capita* do brasileiro não só caiu de 16% da renda *per capita* do americano em 1980 a 12% em 2016, mas também que a renda *per capita* do brasileiro nunca alcançará os padrões de vida dos países avançados. Os sonhos modernizantes de Getúlio Vargas, de Kubitschek e outros líderes nacionais não serão realizados. Nas palavras de Edmar Bacha, nossa economia está enferma. Gravemente enferma. O que aconteceu?

Janet Yellen, presidente do Banco Central dos EUA e uma das economistas teóricas mais brilhantes de sua geração nos dá a resposta. Numa palestra em outubro de 2016, dedicada a questões macroeconômicas a serem pesquisadas levantadas pela crise de 2008, Yellen perguntou: "*Haverá circunstâncias nas quais mudanças na demanda agregada podem ter efeitos significativos e persistentes sobre a oferta agregada?*". A maioria dos economistas responderia: a oferta

agregada é determinada pelo estoque de capital e recursos humanos, fixos no curto prazo, portanto, independente da demanda agregada. A recuperação lenta das economias americana e europeia depois da crise de 2008 e a experiência da economia brasileira nos forçam a repensar esta resposta. Estudos da economia americana mostram que o crescimento de longo prazo se reduz com quedas, mesmo temporárias, da demanda agregada. Os economistas chamam este fenômeno de *histerese*. Como traumas cujos efeitos perduram por uma vida inteira, os sistemas socioeconômicos têm memória.

A intuição é simples: operários desempregados durante longos períodos perdem a competência adquirida durante anos de prática e serão menos produtivos no futuro. Austeridade fiscal para os programas de nutrição e escolaridade infantil terão efeitos por décadas. Pesquisas de economistas como James Heckman, prêmio Nobel de 2000, mostram que carências nutricionais e educacionais nos primeiros 3 anos de vida reduzem severamente a produtividade e oportunidades das crianças na idade adulta. O

engenheiro recém-formado que se torna taxista por falta de emprego vai perder seus conhecimentos técnicos. Capacidade ociosa leva empresas a reduzir seus investimentos e assim reduzir a capacidade de produção futura da economia. A apreciação e a instabilidade cambial fecham indústrias, até as altamente produtivas. A falta de investimentos em infraestrutura diminui o crescimento do estoque de capital e a capacidade futura da economia. Em suma, o modelo econômico no qual a produção cai quando a demanda cai, mas facilmente volta a subir quando a demanda retorna é um modelo, não realidade. Quedas persistentes da demanda destroem para sempre a capacidade produtiva da economia e afetam sua trajetória futura.

O controle da demanda agregada é um dos fundamentos de uma boa gestão da macroeconomia e frequentemente governos devem intervir para “*esfriar*” ou “*aquecer*” a economia. Estas intervenções são necessárias para reduzir a diferença entre o PIB potencial e o efetivo e manter a estabilidade da economia. Um PIB acima (abaixo) do potencial requer políticas fiscais e monetárias que reduzam (expandam) a demanda agregada. Estas políticas de estabilização são comuns nos países industrializados. Nos anos que seguiram a introdução do Plano Real, a contenção da

demanda agregada foi necessária para a transição de uma economia com inflação de 2.500% em 1993 para uma com inflação baixa.

Mas o Brasil parece ter ignorado que juros altíssimos, taxas de câmbio sobrevalorizadas e instáveis, e cortes nos gastos de infraestrutura são políticas de contenção de demanda que devem ser *temporárias*, 2-3 anos no máximo. Mantidas por mais tempo, mais de 15 anos agora, estas políticas acabam provocando contração da oferta agregada tanto no curto como no longo prazo. Não é só a geração presente que pagará o preço de políticas mal concebidas, mas também as gerações futuras.

O Brasil sempre foi o país do futuro. As políticas econômicas atuais, mecânicas e sem inspiração, asseguram que este futuro nunca virá. Para milhões de brasileiros isto significa uma tragédia silenciosa de desemprego, dificuldades financeiras e oportunidades perdidas. As políticas econômicas, as dos últimos 15 anos e as atuais, ignoram o enfraquecimento estrutural da economia (desindustrialização, desglobalização, descapitalização), tomam aumentos fortuitos dos preços internacionais de produtos agrícolas e matérias-primas como prova de boas políticas econômicas, celebram um investimento estrangeiro

imaginário, se regozijam de taxas de crescimento decepcionantes e, no passado recente, nos deram a entender que a situação fiscal estava sob controle quando o fato é que a dívida pública, de 78% em 2016, vai chegar a 93% do PIB em 2021 de acordo com o FMI. O Brasil precisa reencontrar a ambição que norteou seus 30 anos de crescimento excepcional. Acima de tudo, precisa reconhecer a realidade econômica atual, e repensar sua estratégia econômica com a clareza, a criatividade e a originalidade demonstradas durante o Plano Real.

1 Artigo publicado anteriormente em *Valor Econômico*, 17/03/2017: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/4902754/o-remedio-se-tornou-doenca>>.

(\*) Professor da Faculdade de Economia e Administração da USP e presidente da Fipe.

(E-mail: [cluque@usp.br](mailto:cluque@usp.br)).

(\*\*) Professor da FEA-USP.

(E-mail: [sdsilber@usp.br](mailto:sdsilber@usp.br)).

(\*\*\*) Ex- Secretário da Comissão sobre o Crescimento e o Desenvolvimento e diretor para a Índia, do Banco Mundial.

(E-mail: [nzagha@gmail.com](mailto:nzagha@gmail.com)).



## A Economia Brasileira Não Deve Parar

CARLOS LUQUE (\*)  
SIMÃO SILBER (\*\*)  
ROBERTO ZAGHA (\*\*\*)

Após 30 anos de crescimento excepcional, a partir de 1980 a economia brasileira parou. Episódios de crescimento alto: 8% em 1985-86, ou 7.5% em 2010, foram efêmeros. O que o país perdeu a partir de 1980 foi a capacidade de *manter* taxas altas por décadas. Esta capacidade permitiu ao país quadruplicar sua renda *per capita* entre 1950 e 1980. Tivesse esta capacidade se mantido, a renda do brasileiro teria sido hoje metade da americana, em vez de 12%. Perder esta capacidade não foi acidente. Foi consequência de políticas que desindustrializaram, desglobalizaram e descapitalizaram o país.

Nos anos 80 e 90 o Brasil teve que lidar com uma dívida externa insustentável e episódios de hiperinflação. O longo prazo perdeu importância frente à necessidade de estabilizar a economia, somente conseguida em meados dos 90 por meio da reestruturação da dívida externa e do Plano Real. Em 1999, turbulências financeiras internacionais levaram o governo a introduzir o tripé da política macroeconômica que permanece até hoje: superávits primários, metas de inflação e taxas de câmbio flu-

tuantes, assim flexibilizando parâmetros rígidos do Plano Real. Um controle sofisticado da demanda agregada, o tripé nunca foi nem pretendeu ser uma estratégia de crescimento. Superávits primários reduzindo investimentos em infraestrutura, metas de inflação através de taxas de juros altíssimas e taxas de câmbio apreciadas e instáveis, instrumentos poderosos para estabilizar a economia no curto prazo, foram adotados como políticas permanentes. E assim prejudicaram a indústria e as exportações de manufaturados, reduziram a capacidade produtiva do país e acabaram contraindo a oferta agregada. Boas políticas econômicas não são boas para sempre; as más de hoje são as boas de ontem.

Uma estratégia de crescimento rápido e sustentado exige reformas. Propomos dez reformas urgentes, numeradas a seguir. O crescimento industrial orientado às exportações deve ser o alicerce de uma estratégia de crescimento acelerado de longo prazo. Os últimos anos são uma demonstração trágica do custo da dependência na demanda interna. O crescimento industrial orientado às exportações

requer (1) uma taxa de câmbio real competitiva e estável. Seria desejável começar com (1.a) uma taxa de câmbio suficientemente depreciada reduzindo assim o risco de perda de controle do câmbio e criando um seguro contra choques externos e (1.b) o compromisso do governo em manter a taxa competitiva em termos reais.

Este compromisso pode ser concretizado através de (2) uma expansão no mandato do Banco Central, agora exclusivamente anti-inflacionário, para incluir o crescimento econômico e emprego, como é o caso dos bancos centrais dos EUA, China e Índia. Este mandato fará com o que o Banco Central seja mais sensível ao nível da taxa de câmbio.

Será necessário (3) reduzir a taxa de juros o que reduzirá idas e vindas de capital especulativo, causa de instabilidade da taxa de câmbio. Taxas de juros mais baixas trarão um alívio fiscal importante. Os juros são um item muito importante da despesa pública. Juros mais normais também permitirão (4) a eliminação gradual das linhas de crédito subsidiadas do BNDES e outros.

Mas será também necessário (5) tomar medidas diretas para limitar a entrada de capital especulativo. Como Delfim Netto nos lembrou numa coluna recente, o setor financeiro deve servir à economia real, não o contrário. A livre entrada de capital especulativo fez com que o Banco Central perdesse autonomia monetária e a taxa de câmbio se transformasse no preço de um ativo financeiro. O mundo financeiro pode absorver flutuações destrutivas da economia real.

Estas reformas permitirão melhor integração na economia mundial se complementadas por (6) um regime de importações mais transparente e aberto. Isso significa eliminar restrições quantitativas como exigências de conteúdo local, e reduzir tarifas de acordo com um programa pré-anunciado e gradual de maneira a chegar em 5-7 anos aos níveis de tarifas vigentes nos países mais abertos.

O Brasil precisa de infraestrutura. O programa de concessões é insuficiente em relação às necessidades. Na “regra de ouro” de finanças públicas impostos financiam gastos correntes enquanto a dívida pública financia gastos que beneficiarão as gerações futuras (que pagarão estas dívidas). (7) A adoção desta regra e taxas de juros internacionais baixas criariam a oportunidade de um endividamento público dedicado à infraestrutura, que deveria ficar fora das metas fiscais. O risco cambial associado ao endivi-

damento externo será reduzido por uma taxa de câmbio depreciada.

O país necessita corrigir a situação fiscal na base de avaliações técnicas de custo/benefício dos vários programas, não através da PEC241 que não entra no detalhe dos gastos. E, (8) introduzir metas fiscais ajustadas pelo ciclo econômico. Isto evitaria políticas fiscais contracionistas quando a economia está em recessão, o caso de hoje, e políticas fiscais expansionistas quando a economia já está em expansão.

As regras que determinam o salário mínimo estão divorciadas do comportamento da produtividade do trabalho. (9) Reduzir a inflação de custos requer alinhar os aumentos do salário mínimo real na base do aumento do PIB *per capita*, não do PIB como calculado atualmente. Ajustes do salário nominal podem ser feitos na base da meta de inflação, corrigidos a cada 2 ou 3 anos pela diferença entre a meta de inflação e a realizada. Isto reduzirá a inflação de custos e também a taxa de crescimento dos gastos da previdência, agora inflada por aumentos do salário mínimo em movimentos divorciados da realidade.

Estas nove medidas aumentarão a oferta agregada, mas é possível que no curto prazo também aumentem a taxa de inflação. Portanto, (10) um alargamento o durante os próximos 2 ou 3 anos da banda ao redor da meta de inflação per-

mitiria levar em conta a incerteza associada ao impacto de mudanças radicais.

Em março deste ano, o ministro Meirelles fez uma apresentação sobre a PEC241 e a reforma da Previdência, reiterando que estas reformas trarão o crescimento. A teoria e a experiência econômica contradizem esta convicção. O mais provável é que a economia brasileira continuará com taxas de crescimento medíocres e que a dívida pública em relação ao PIB continuará a aumentar. Esta dívida, 78% em 2016, vai chegar a 93% do PIB em 2021 de acordo com projeções do IMF. Uma nova abordagem é necessária.

1 Artigo publicado anteriormente em *Valor Econômico*, 11/04/2017: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/4934124/economia-nao-deve-parar>>.

(\*) *Professor da Faculdade de Economia e Administração da USP e presidente da Fipe.*  
(E-mail: [cluque@usp.br](mailto:cluque@usp.br)).

(\*\*) *Professor da FEA-USP.*  
(E-mail: [sdsilber@usp.br](mailto:sdsilber@usp.br)).

(\*\*\*) *Ex- Secretário da Comissão sobre o Crescimento e o Desenvolvimento e diretor para a Índia, do Banco Mundial.*  
(E-mail: [nzagha@gmail.com](mailto:nzagha@gmail.com)).

# pesquisa na fea – Economia



## O Impacto da Política Fiscal Sobre a Atividade Econômica ao Longo do Ciclo Econômico: Evidências para o Brasil

RENAN SANTOS ALVES

### Resumo

O objetivo deste trabalho é investigar se os multiplicadores de gastos do governo diferem de acordo com o estado do ciclo de negócios para o período 1999: I- 2016: II. Para tanto é utilizado o Método de Projeção Local de Jordà para estimar as funções resposta ao impulso e os multiplicadores fiscais sob dois regimes diferentes: recessão e expansão. Para definir os diferentes regimes foram utilizadas as variáveis comumente usadas na literatura (o hiato do produto, o nível de utilização da capacidade instalada, a taxa de crescimento do PIB, a taxa de desemprego), além da datação oficial de ciclos do CODACE. A estimação do modelo não linear resulta em multiplicadores de gastos do governo, após um e dois anos, maiores nos períodos de recessão do que nos períodos de expansão, independentemente da variável escolhida para diferenciar os regimes. Porém, os multiplicadores obtidos não parecem ser diferentes estatisticamente entre os regimes. Infelizmente, como observado por Ramey e Zubairy (2017) a existência de séries históricas é fundamental para a estimação dos multiplicadores fiscais e sua ausência para a economia brasileira limita muito o que é possível dizer sobre o assunto.

## Redes de *Insider Trading* no Brasil

---

EDUARDO SANCHEZ ASTORINO

### Resumo

---

A presença de *insider trading* em um mercado financeiro é prejudicial ao seu funcionamento. Investidores com informação pública sempre estão em desvantagem quando negociam com agentes que detêm informação privilegiada. Portanto, *insider trading* aumenta o risco e diminui a participação em mercados financeiros. Neste estudo, investigamos um possível canal através do qual a informação interna à firma é potencialmente transferida para participantes do mercado: conexões sociais baseadas em uma educação comum. Coletamos manualmente uma base de dados inédita sobre a experiência educacional de dois grupos de agentes: membros do conselho de diretores de empresas brasileiras e gestores de carteiras de fundos de ações. Os membros do conselho possuem informação privilegiada sobre suas firmas que seria valiosa para os gestores de fundos. Propomos que esses agentes podem engajar em contato social ativo se eles: 1) frequentaram a mesma instituição de ensino; 2) em janelas de tempo sobrepostas e 3) obtiveram o mesmo diploma. A partir daí, estudamos se tais conexões influenciam as decisões de investimento dos gestores de carteiras. Descobrimos que gerentes de fundos tendem a alocar posições maiores em companhias com as quais eles possuem esta conexão educacional. Também descobrimos que tais conexões são valiosas: gerentes tendem a realizar grandes compras de ações conectadas em antecipação a aumentos em seu retorno e tendem a vender essas ações antes de quedas. Finalmente, estudamos se participantes do mercado veem aumentos na conectividade de uma empresa como aumentos no risco da empresa. Descobrimos que aumentos na conectividade são seguidos de aumentos no retorno esperado. Também encontramos que o retorno de um portfólio comprado em ações de alta conectividade e vendido em ações de baixa conectividade não pode ser explicado pelos fatores de risco tradicionais. Esses dois resultados indicam que o mercado vê a conectividade como uma forma de risco. Este é, ao nosso conhecimento, o primeiro trabalho desse tipo para o Brasil.

# A Desoneração da Folha Salarial e Seu Efeito Sobre o Mercado de Trabalho no Brasil

---

ERICK BAUMGARTNER

## Resumo

---

Este trabalho usa a alocação discricionária de setores econômicos no regime tributário diferenciado criado pela desoneração da folha salarial para estimar o impacto de um incentivo fiscal e da mudança da base tributária da contribuição previdenciária dos salários para a receita bruta. Com base em um painel de setores econômicos observado na Relação Anual de Informações Sociais (RAIS) entre 2009 e 2014, estima-se um *Event Study* usando os ramos econômicos onde apenas parte dos setores foram desonerados, enquanto outros setores similares mantiveram-se no regime antigo. Os resultados não encontram efeito da política para os salários, assim como para o nível de emprego dos setores desonerados em função de seus produtos (NCM). Para os desonerados por atividade econômica (CNAE), por outro lado, estima-se um efeito positivo de 7,5% da desoneração sobre o nível de emprego das empresas desoneradas (fora do SIMPLES), que é parcialmente compensado por uma diminuição do emprego dentro do SIMPLES.

# economia & história



## Cartografia Digital: os Mapas Paulistas como Fonte Histórica

LUCIANA SUAREZ LOPES (\*)

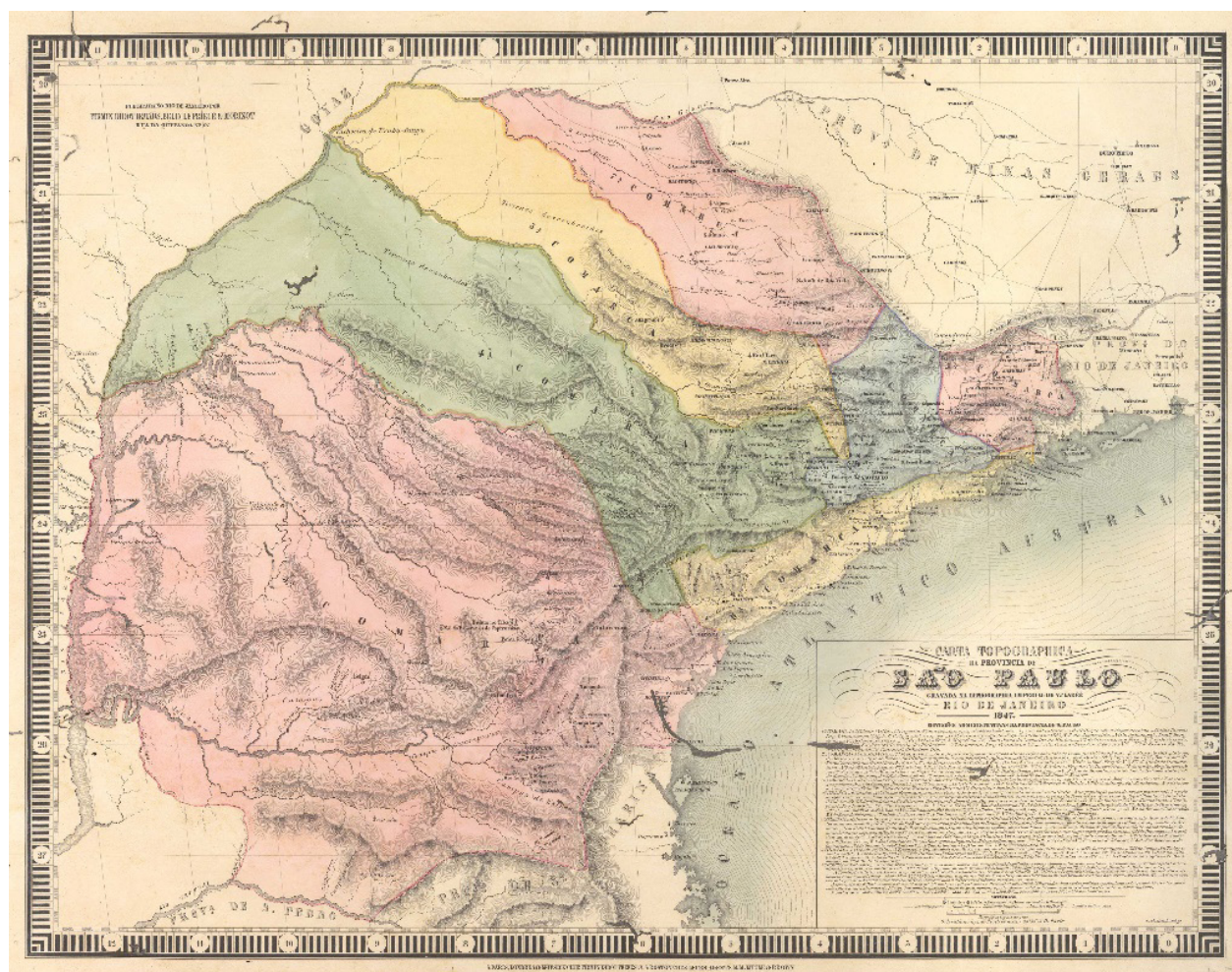
Nos últimos anos, tem crescido rapidamente a disponibilidade de fontes históricas digitalizadas. No Boletim de setembro, foram mencionados os jornais disponíveis no sítio da Hemeroteca Digital da Biblioteca Nacional, em especial os primeiros jornais publicados em São Paulo, *O Farol Paulistano* e *O Novo Farol Paulistano*.<sup>1</sup>

Contudo, outro conjunto de documentos recentemente disponibilizado tem chamado a atenção, composto por uma série de mapas históricos e publicações cartográficas diversas. Não se trata, necessariamente, de materiais desconhecidos ou pouco utilizados, mas que agora, graças ao avanço dos equipamentos de digitalização assim como o aperfeiçoamento de ferramentas e plataformas utilizadas

por diversos repositórios digitais na rede mundial de computadores, têm sido encontrados em versões digitais de alta resolução.

A disponibilização de tais versões permite a consideração não só do mapa propriamente dito, mas também de outras informações que em alguns casos vinham acompanhando o documento. Como exemplo, pode-se considerar o Mapa 1.

Mapa 1 – Carta Topográfica da Província de São Paulo, 1847

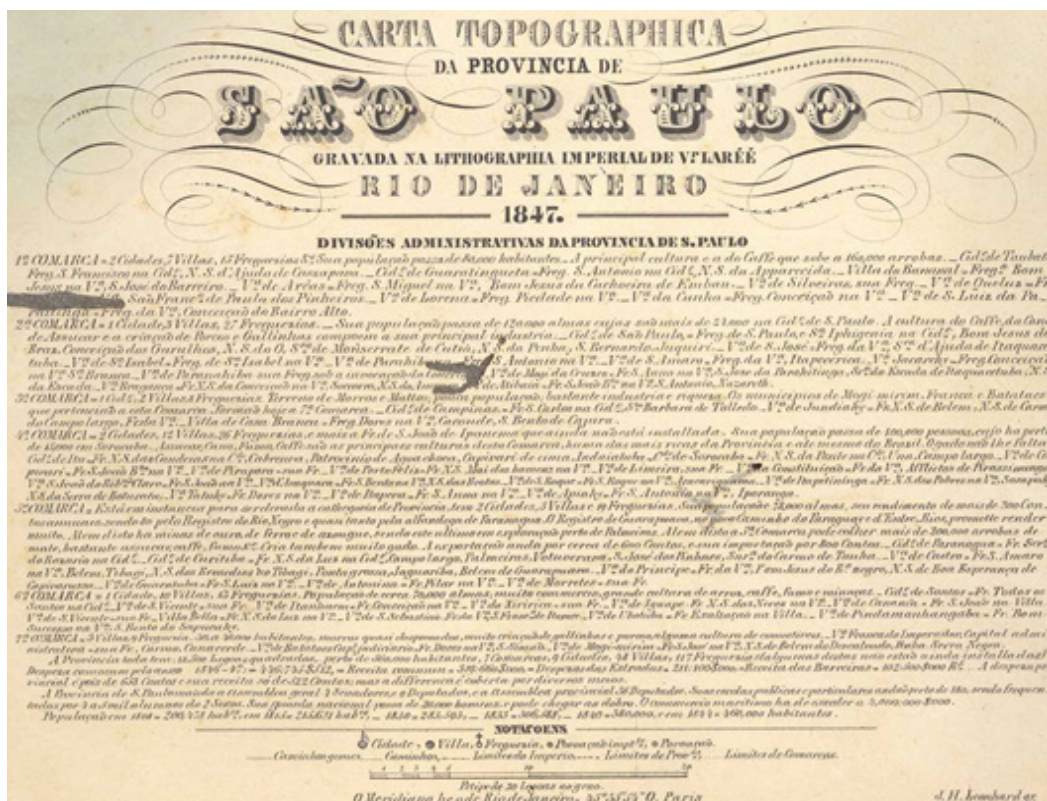


Fonte: Carta Topographica da Província de São Paulo. Rio de Janeiro: Firmin Didot Irmãos, Belin Le Prieur & Morizot, 1847. 1 mapa: 49,5 x 62 cm, litografado. Biblioteca Nacional do Rio de Janeiro. Versão digital disponível em: <<http://acervo.bndigital.bn.br/sophia/index.html>>. Acesso em: 21 nov. 2017.

Considerando ser restrito o acesso ao documento original, as cópias digitais até pouco tempo disponíveis impossibilitavam a leitura dos textos informativos localizados no canto inferior direito da *Carta Topographica* de 1847. Todavia, nas versões mais recentes, é possível ampliar a imagem sem que haja distorções que comprometam a leitura, e como resultado foi pos-

sível verificar a existência de uma longa descrição da província paulista de então, sua divisão por comarcas, a composição de cada uma, com números totais de vilas, freguesias e em alguns casos a população estimada. Em destaque, na Figura 1, é possível ter uma aproximação do quadro, e se ter ideia de sua composição.

Figura 1 – Detalhe da Carta Topográfica da Província de São Paulo, 1847



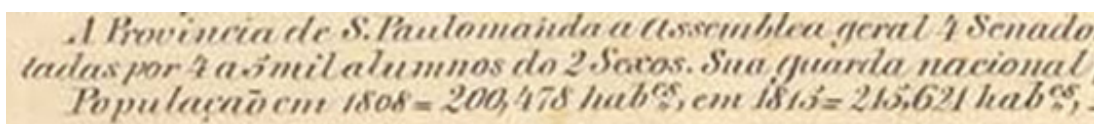
Fonte: Excerto da Carta Topographica da Província de São Paulo. Rio de Janeiro: Firmin Didot Irmãos, Belin Le Prieur & Morizot, 1847. 1 mapa: 49,5 x 62 cm, litografado. Biblioteca Nacional do Rio de Janeiro. Versão digital disponível em: <<http://acervo.bn.digital.bn.br/sophia/index.html>>. Acesso em: 21 nov. 2017.

Na parte superior do detalhe em destaque, pode-se identificar o nome do mapa e da região retratada, assim como o local de impressão do documento original. Em seguida, a descrição da divisão administrativa da província paulista, na ocasião composta por sete comarcas. Por fim, quase no rodapé do trecho encontram-se algumas informações de caráter mais geral, tais como algumas estimativas sobre população, finanças públicas e representantes eleitos para as assembleias nacionais.

É interessante destacar que dentre os informes apresentados é possível encontrar algumas raras estimativas sobre a população paulista no início do século XIX, relativas aos anos de 1808, 1815, 1830, 1838, 1840 e 1844. Com caráter ilustrativo, a Figura 2 reproduz o trecho inicial dessa seção, no qual pode ser visto o número total de habitantes na São Paulo de 1808, ano da chegada da Corte ao Brasil e depois em 1815, ano do Tratado de Viena.



Figura 2 – Trecho da Carta Topográfica da Província de São Paulo, 1847



*A Província de S. Paulo mandada a Assembleia geral & Senado, tadas por 4 a 5 mil alumnos do 2. Sexo. Sua guarda nacional. População em 1808 = 200,478 hab.ºs, em 1813 = 215,621 hab.ºs.*

Fonte: Excerto da Carta Topographica da Província de São Paulo. Rio de Janeiro: Firmin Didot Irmãos, Belin Le Prieur & Morizot, 1847. 1 mapa: 49,5 x 62 cm, litografado. Biblioteca Nacional do Rio de Janeiro. Versão digital disponível em: <<http://acervo.bndigital.bn.br/sophia/index.html>>. Acesso em: 21 nov. 2017.

As informações destacadas na *Carta Topographica* paulista de 1847 nem sempre se encontram disponíveis em todos os mapas e cartas produzidos no Brasil do Oitocentos. Contudo, graças aos avanços tecnológicos, hoje é possível utilizar algumas fontes primárias de uma forma diferente, mais completa, proporcionando talvez uma experiência mais próxima do que seria consultar o documento original. A tecnologia torna-se assim uma forte aliada da pesquisa histórica.

---

1 Para consultar esses e outros tantos periódicos históricos, acessar o site da Biblioteca Nacional Digital, disponível em: <<https://bndigital.bn.gov.br/>>, em especial o site da Hemeroteca Digital, disponível em: <<http://bndigital.bn.gov.br/hemeroteca-digital/>>. Acessos em: 21 nov. 2017.

(\*) Professora Doutora do Departamento de Economia da FEA/USP.  
(E-mail: [lslopes@usp.br](mailto:lslopes@usp.br)).