

análise de conjuntura

Finanças Públicas

VERA MARTINS DA SILVA

p. 3 Para Vera Martins da Silva, o destaque do PPA 2012-2015 está na importância atribuída ao mercado interno.

Setor Externo

HÉLIO NOGUEIRA DA CRUZ

p. 7 Hélio Nogueira da Cruz avalia a posição do Brasil em meio às turbulências do cenário internacional.

temas de economia aplicada

Os Preços Agrícolas Internacionais Começaram a Cair. E o Câmbio?

FERNANDO HOMEM DE MELO

p. 10 Fernando Homem de Melo recomenda cautela na avaliação dos desdobramentos da crise internacional sobre a rentabilidade da agricultura brasileira.

Responsabilidade Social e Sustentabilidade na Cadeia Produtiva do Setor de Confecção Têxtil

FERNANDA GABRIELA BORGER
NELSON NOZOE

p. 14 Para Fernanda Gabriela Borger e Nelson Nozoe, a redução do mercado consumidor e a pobreza em países vizinhos, entre outros fatores, estão na raiz da precarização do trabalho na cadeia têxtil.

O Plano da Secretaria da Economia Criativa: Primeiras Impressões

JULIO LUCCHESI MORAES

p. 19 Julio Lucchesi Moraes avalia a proposta do Ministério da Cultura para a criação da secretaria de economia criativa.

Desmatamento e Desenvolvimento: O Que o Brasil Tem a Aprender com a História dos Países Desenvolvidos?

THIAGO FONSECA MORELLO

p. 21 Thiago Fonseca Morello afirma que a consolidação das economias desenvolvidas não se deu sobre a devastação de florestas.

TEORIA DE APREÇAMENTO POR ARBITRAGEM EM MERCADOS INTERNACIONAIS

LIANA OLIVEIRA BERNAT

p. 26 Liana Oliveira Bernat apresenta resultados quanto à eficiência de métodos alternativos no teste empírico da teoria da precificação por arbitragem.

O Que Mudou na Interação entre a Política Monetária e a Política Fiscal? Uma Avaliação da Economia Brasileira no Período 2003-2010

VANDERSON AMADEU DA ROCHA

p. 32 Vanderson Amadeu da Rocha avalia os padrões pelos quais a interação entre a política monetária e a política fiscal afetaram, entre 2003 e 2010, a SELIC.

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 1234-5678

Conselho Curador

Juarez A. Baldini Rizzieri
(Presidente)
Andrea Sandro Calabi
Denisard Cnéio de Oliveira Alves
Elizabeth M. M. Querido Farina
Miguel Colassuono
Simão Davi Silber
Vera Lucia Fava

Diretoria

Diretor Presidente
Carlos Antonio Luque
Diretor de Pesquisa
Eduardo Haddad
Diretor de Cursos
Cicely M. Amaral

Pós-Graduação

Dante Mendes Aldrighi
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 Pallares Zockun
Simão Davi Silber

Editora Chefe

Fabiana F. Rocha
Preparação de Originais e Revisão
Alina Gasparello de Araujo

Assistente

Maria de Jesus Soares
Programação Visual e Composição
Sandra Vilas Boas

análise de conjuntura



Finanças Públicas: Planejamento Federal: o PPA 2012-2015 do Governo Dilma

VERA MARTINS DA SILVA (*)

O projeto de planejamento do governo Dilma está em discussão na Comissão do Orçamento do Congresso, ainda na fase de análise e recebimento de emendas. Trata-se do Plano Plurianual – PPA 2012-2015, que neste governo foi apelidado de “**Plano Mais Brasil – mais desenvolvimento, mais igualdade, mais participação**”. Compatível com o título, as diretrizes gerais do plano são: 1- a redução das desigualdades sociais e regionais; 2- a ampliação da participação social; 3- a promoção da sustentabilidade ambiental; 4- a valorização da diversidade cultural e identidade nacional; 5- a excelência na gestão para garantir o provimento de bens e serviços; e 6- a garantia da soberania nacional. Recoloca-se,

portanto, a ênfase da política econômica no seu aspecto redistributivo, do mesmo modo que nos dois governos anteriores (Lula 1 e Lula 2) do governo federal.

Do ponto de vista econômico, as Tabelas 1 e 2, a seguir, mostram as principais previsões para 2012 a 2015 e que devem orientar a fixação dos gastos públicos. O plano indica um otimismo modesto para o crescimento do País em termos reais, de 5,0% em 2012 e de 5,5% nos anos seguintes, ou seja, nada excepcional, e cujo desempenho dependerá especialmente do crescimento do investimento, previsto em torno de 10% para cada um dos anos cobertos pelo plano, chegando a relação investimento/PIB a al-

cançar 23% em 2015. A origem dos investimentos está nos grandes projetos ligados à energia, como Pré-Sal e gás, Olimpíadas, Copa do Mundo e à continuação do Programa de Aceleração do Crescimento – PAC.

A inflação, estimada pelo índice de Preços ao Consumidor Ampliado – IPCA, está inicialmente prevista em 4,8% em 2012, caindo para 4,5% nos anos seguintes; a massa salarial crescendo em geral abaixo da inflação e com perspectiva de crescimento maior ainda em 2012 por conta do reajuste do salário mínimo; a taxa Selic com uma trajetória declinante de 12,50% em 2012 para 8% em 2015 e uma taxa cambial com ligeira elevação, de

R\$ 1,64 para R\$ 1,77 em 2015. Há um compromisso de manutenção do regime de metas de inflação, e esta deve girar em torno de 4,5% anual com intervalo de 2%. Segundo o PPA, será possível a manutenção desse nível de inflação em decorrência de aumento da oferta produtiva proveniente dos investimentos em infraestrutura, aumento de produtividade e por medidas de redução da indexação ainda existente.

A **política fiscal** continuará seguindo a regra de **obtenção de superávit primário** do mesmo modo que nos governos anteriores, orientando-se pelo arcabouço já aprovado na Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO, de 2,14% do PIB para 2012 e 2013 e 2,15% do PIB estimado em 2014 e 2015. Estes percentuais podem ser reduzidos em função dos recursos destinados ao Programa de Aceleração do Crescimento – PAC, de modo que **a proposta de superávit primário para o governo central** não financeiro acaba por ser de **1,58% do PIB**. Note-se que as empresas dos grupos Petrobras e Eletrobras também não fazem parte das previsões e cálculos de superávit primário da União.

O PPA projeta uma relativa estabilidade das receitas do governo central em relação ao PIB, ao contrário do que tem sido demandado pela sociedade, de redução de carga tributária, e mesmo do discurso de alguns dirigentes públicos, que apontam para tal caminho. A mensagem do projeto indica a manutenção da estabilidade da carga tributária e a adoção de medidas de simplificação do sistema tributário e redistribuição da carga para melhorar a competitividade de alguns setores, provavelmente de vários ramos industriais, mais sensíveis à concorrência externa devido à apreciação cambial.

Os dados sugerem uma redução das despesas com pessoal e encargos em relação ao PIB, mas um aumento dessas despesas do Poder Executivo, inclusive para melhorar sua capacidade de gestão dos programas apresentados.

O projeto do PPA enfatiza o papel **da ampliação do mercado interno como principal motor do desenvolvimento**, especialmente através de programas de redistribuição de renda, aumento real do salário mínimo e geração de empregos formais. O plano prevê um crescimento real do consumo das famílias de 5% ao ano, em média, durante os anos 2012-2015, também em função da expansão do crédito.

No que diz respeito ao ambiente econômico mundial, o PPA reconhece que a crise que se arrasta desde 2008 na economia internacional reduziu a demanda agregada nos países centrais. Os Estados Unidos, em especial, adotaram uma política de expansão da oferta monetária como medida de política econômica anticíclica, que acabou ocasionando uma apreciação cambial do real e problemas de competição predatória em vários setores produtivos nacionais. Como resposta a isso, o plano contempla um conjunto de estímulos à competitividade, através de adensamento de cadeias produtivas e incentivo à inovação.

O problema que se coloca atualmente é se as empresas e indústrias já instaladas no Brasil sobreviverão à competição acirrada vinda dos países asiáticos, uma vez que há sinais de desindustrialização em alguns segmentos industriais. A complexidade do tema requer muita negociação e zelo pelos interesses nacionais; no entanto, nesse contexto de acirramento da competição vinda da Ásia e de defesa dos mercados internos da Europa e Estados Unidos, o PPA, acertadamente, reforça a posição de multilateralismo do Brasil nas relações internacionais, buscando aprofundar a interação com os diversos blocos e países, em especial a integração latino-americana. No caso da América Latina, estão mencionados não só o incentivo ao aumento dos fluxos de bens e serviços, como também a formação de infraestrutura de integração.

A Tabela 3 mostra os grandes números do planejamento federal, especialmente os programas temáticos, não incluídos os programas de aperfeiçoamento de gestão

pública. São 65 programas, que representam 84% dos recursos totais do PPA, 25 deles da área social, contando com R\$ 2,6 trilhões, ou 57% do valor proposto para os programas temáticos. Esse grupo inclui a previdência social, saúde, emprego e renda, educação, assistência social, agricultura familiar, bolsa família, programa Minha Casa, Minha Vida, saneamento e mobilidade urbana.

Na área de infraestrutura aparecem os programas de Moradia Digna (infraestrutura urbana), petróleo e gás, energia elétrica, combustíveis e transportes. Os programas associados à área de desenvolvimento produtivo e ambiental incluem agropecuária sustentável, abastecimento e comercialização, especialmente garantia de preços mínimos, comércio exterior, desenvolvimento produtivo e de pequenas e médias empresas. No temas especiais, predominam recursos destinados à política de segurança nacional (51% do

total) e desenvolvimento regional e local sustentável e economia solidária (42%).

Olhando-se o conjunto do projeto, predomina então uma proposta baseada na expansão do mercado interno, a partir do crescimento de investimentos e do consumo induzido por grandes obras, transferências de renda, aumento de salários e crédito. O setor externo não é visto como fonte importante do crescimento. As transações correntes devem se comportar de modo relativamente desequilibrado, mas com financiamento externo garantido em função das condições macro internas e do excesso de liquidez do dólar americano. A previsão é de carga tributária constante, mas com algumas modificações dentro do sistema, visando simplificação e redistribuição de carga. Portanto, não se vislumbra uma política fiscal mais austera e a política monetária continuará a ser o principal instrumento de controle da inflação.

Tabela 1 – Previsões Macroeconômicas - PPA 2012/2015

Ano	PIB (R\$ milhões)	PIB Var. % Real	IPCA Acumulado (Var. %)	IGP – DI Acumulado (Var. %)	Massa salarial Crescimento real	Taxa Over SELIC % a.a. (Dezembro)	Câmbio R\$/US\$ (Média)
2012	4.537.477	5,0	4,80	5,00	4,71	12,50	1,64
2013	5.008.698	5,5	4,50	4,50	4,58	11,00	1,72
2014	5.521.965	5,5	4,50	4,50	4,44	9,50	1,74
2015	6.087.828	5,5	4,50	4,50	4,33	8,00	1,77

Fonte: SPE / MF.

Tabela 2 – Previsões do PPA para o Governo Central Não financeiro

Discriminação	2012	2013	2014	2015
I. RECEITA TOTAL	24,18	24,28	24,26	24,20
I.1. Receita Administrada pela RFB, exceto RGPS	15,60	15,73	15,72	15,69
I.2. Arrecadação Líquida para o RGPS	5,87	5,90	5,88	5,86
I.3. Outras Receitas	2,72	2,65	2,65	2,65
II. TRANSFERÊNCIAS A ENTES SUBNACIONAIS	4,09	4,12	4,12	4,11
III. RECEITA LÍQUIDA (I - II)	20,09	20,16	20,14	20,09
IV. DESPESAS	18,51	18,59	18,54	18,49
IV.1. Pessoal e Encargos Sociais	4,13	4,01	3,91	3,80
IV.2. Benefícios da Previdência	6,92	6,85	6,79	6,76
IV.3. Outras Desp. Obrigatórias	2,24	2,29	2,34	2,40
IV.4. Despesas Discricionárias	5,08	5,30	5,35	5,38
IV.4.1. Poder Executivo	4,88	5,10	5,12	5,18
IV.4.2. Legislativo/Judiciário/MPU	0,20	0,20	0,23	0,20
IV.5. Reserva de Contingência	0,14	0,14	0,15	0,15
V. RESULTADO PRIMÁRIO (III - IV)	1,57	1,58	1,60	1,60
VI. META DE RES. PRIMÁRIO	2,14	2,14	2,15	2,15
VII. Recursos para o PAC - dedução da meta	0,56	0,56	0,56	0,56
VIII. META DE RES. PRIMÁRIO (LDO 2012)	1,57	1,58	1,59	1,59

Fonte:Ministério do Planejamento

Tabela 3 - Valores Estimados para o PPA Federal: 2012/2015

Áreas temáticas	Quantidade de programas	Valores estimados R\$ bi	%
Social	25	2.580	57%
Infraestrutura	15	1.194	26%
Desenvolvimento produtivo e ambiental	17	663	15%
Especiais	8	104	2%
Total	65	4.541	100%

Fonte: Mensagem do PPA 2012-2015, p. 104.

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

Setor Externo

HÉLIO NOGUEIRA DA CRUZ (*)

Com a passagem dos meses, o DNA do novo governo vai-se manifestando de forma cada vez mais clara. Observa-se maior empenho em reduzir a taxa de juros, como mostra a recente queda da taxa básica de juros (Selic), e em estabilizar a taxa de câmbio, mesmo com a forte turbulência internacional das últimas semanas, aceitando o risco maior de elevação da inflação. A manutenção do crescimento do PIB também é alta prioridade. A ênfase maior está no aumento do investimento e no direcionamento do financiamento público. Entretanto, apesar das medidas expansionistas das políticas públicas, as últimas projeções sobre o desempenho da economia brasileira neste ano apontam para a redução do crescimento para nível inferior a 4% e elevação da inflação em 2010 e 2011, que deve se afastar do centro da meta estabelecida para estes dois anos.

O cenário internacional deteriora-se com a persistente redução da taxa de crescimento esperado do PIB da grande maioria dos países. Os Estados Unidos, em início da campanha presidencial, apresenta baixa taxa de crescimento e tem dificuldades em promover políticas econômicas mais expansionistas. A crise de 2008 e seus desdobra-

mentos atuais têm sido enfrentados com farta disponibilidade de crédito, taxa de juros mínima e, nos últimos meses, com fortes limites à política fiscal. No entanto, o Sistema Nacional de Inovação dos Estados Unidos mostra força e assegura certa competitividade a longo prazo.

Os países emergentes, como a China, a Índia, vários países asiáticos e a grande maioria das economias da América Latina, permanecem com crescimento elevado, mas em queda, e a inflação dá sinais de crescimento, o que exige controle do crédito que pode levar ao menor crescimento do PIB.

A Europa encontra-se em um impasse: as elevadíssimas dificuldades de financiar dívidas de numerosos países como Grécia, Portugal, Irlanda, Espanha e Itália demonstram as fragilidades do arranjo político/econômico que procura dar sustentação ao euro. A longa trajetória da queda de grande parte da Europa, que se manifesta de forma mais aguda nos últimos anos – com sua população envelhecida, incapaz de inovar e de competir internacionalmente –, e as dificuldades de aceitar e reconhecer a sua perda relativa no PIB mundial e a redu-

ção de sua influência internacional criam um cenário pouco propício para enfrentar as dificuldades do momento.

A literatura de desenvolvimento econômico aponta que a mudança tecnológica é o principal fator determinante do crescimento da produtividade. A competição capitalista estimula fortemente a inovação que é a fonte, por excelência, dos lucros capitalistas. A literatura reconhece muitos elementos que favorecem inovação, mas não se dispõe de uma “teoria da inovação” no sentido de se contar com os fatores necessários e suficientes para produzi-las. Apesar das incertezas do processo de mudança tecnológica, sabe-se que as inovações ocorrem em determinadas atividades, em lugares específicos e geram enormes lucros monopolísticos para os pioneiros. Com o tempo e a competição ocorre a difusão da mudança tecnológica. Historicamente, a liderança tecnológica migra entre regiões e países. Por exemplo, a Inglaterra da Revolução Industrial perdeu a liderança econômica e tecnológica para os Estados Unidos que, agora, estão ameaçados pela China.

A coevolução tecnológica das várias atividades econômicas redefine,

constantemente, os padrões de competitividade. Trata-se de movimentos de longa maturação (frequentemente exigem muitas décadas) que podem sofrer solavancos, de maior ou menor envergadura, decorrentes de outras mudanças de caráter científico (uma grande inovação na área da energia, p.e.), político (guerras) ou natural (um meteorito).

A evolução das últimas décadas dos países asiáticos e da América Latina é compatível com a “teoria de convergência” que, afinal, argumenta que o progresso tecnológico, que tem origem nos países centrais, migra para as demais regiões, que se tornam mais competitivas com a difusão do conhecimento e das práticas produtivas. No momento, alguns destes países, como a China, mostram-se inovadores ao conseguir grandes ganhos de competitividade associados às enormes economias de escala, que são propriamente inovações de processo produtivo, e seus empreendimentos podem se tornar os novos líderes em muitos segmentos da economia mundial. Em muitos casos, já passou o momento da simples cópia para alcançar o desenvolvimento tecnológico de produtos e processos. A competição internacional vem-se tornando mais aguda com a passagem do tempo por força principalmente das mu-

danças tecnológicas de informação e comunicação, e ficou muito difícil enfrentar a concorrência em escala mundial, como sabem os produtores de bens comercializáveis.

A crise atual, em escala mundial, tem como principal fonte de longo prazo o aumento da competitividade dos países asiáticos, que ameaçam e desestruturam muitas economias. A Europa, cujos países têm feito enorme esforço para criar uma área econômica mais unida, inclusive com a finalidade de se tornar mais competitiva, tem grandes dificuldades para seguir esta trajetória de integração. Os elos mais frágeis deste sistema não estão resistindo aos impactos da crise financeira de 2008 e seus desdobramentos.

No curto prazo, a crise atual pode ser vista como resultado dos desajustes dos portfólios ou, em palavras mais diretas, decorre das grandes dívidas de difícil financiamento de vários países e empresas, notadamente bancos. Quando países e economias grandes e poderosas estão tão envolvidos, a crise torna-se sistêmica e é importante reconhecer que o peso do ajuste será enorme e exigirá longo tempo para se equacionar. Entretanto, o enfrentamento da questão de maneira ordenada é mais adequado do que permitir a ruptura do sistema.

Apesar das turbulências internacionais, o setor externo brasileiro tem apresentado um desempenho satisfatório, muito mais favorável que o que se previa no início do ano. As exportações, beneficiadas pelos preços favoráveis das *commodities*, cresceram 29,6% de janeiro até a segunda semana de outubro, em relação ao mesmo período de 2010. As importações cresceram 26,0%, no mesmo período. O saldo comercial acumulado de US\$23,911 bilhões é bastante significativo. O saldo comercial previsto para o ano é de cerca de US\$ 30 bilhões. Note-se que apesar deste desempenho externo positivo, o governo elevou em 30% o IPI dos veículos automotores importados, produtos que apresentavam forte expansão das importações, para proteger o mercado doméstico, garantir investimentos e empregos, o que não está em desacordo com a visão da política industrial, do governo, que procura fortalecer a produção local de produtos estratégicos como os automóveis.

Neste momento, o Brasil, embora em melhor situação que muitos países importantes, não se encontra em situação confortável, apesar das reservas cambiais elevadas e de a inflação ainda se encontrar em patamar tolerável. A recente queda do PIB mostra como é complexo e difícil lidar com os efeitos da crise

internacional. A política do governo Dilma procura manter o modelo FHC/Lula no que se refere aos aspectos macroeconômicos, mas com cores mais marcantes em relação aos incentivos ao investimento e à proteção do mercado doméstico, pelo menos enquanto a crise internacional perdurar com a intensidade dos últimos meses.

() Professor da FEA-USP.
(E-mail: hncruz@usp.br).*

Os artigos da seção Análise de Conjuntura foram escritos entre 06 e 19/10/2011.

temas de economia aplicada



Os Preços Agrícolas Internacionais Começaram a Cair. E o Câmbio?

FERNANDO HOMEM DE MELO (*)

Em nosso artigo neste espaço, em setembro passado, mostramos que a segunda crise econômica internacional, eclodida em 04 de agosto de 2011, pouco efeito havia tido nos preços internacionais de nossos produtos agrícolas cotados em bolsas internacionais em agosto. De fato, repetindo os dados (Tabela 1), o nosso Índice Total, em dólares – incluindo algodão, soja, trigo, milho, café, suco de laranja, açúcar e cacau, os mais importantes (excetuando carnes) – diminuiu apenas 0,9% na média de agosto relativamente à média de julho, o mês completo que antecedeu a crise de 04 de agosto.

Em setembro, entretanto, o mercado mudou. Ainda com base na Tabela 1, nosso Índice Total (última coluna) diminuiu 3,7% perante julho. Nada dramático, mas se trata de uma mudança expressiva. Ainda mais que os números da segunda quinzena de setembro mostraram quedas maiores. No início deste mês de outubro houve uma estabilização nos preços. Na comparação das médias, setembro contra agosto, apenas algodão e café mostraram preços maiores. Nada dramático – repetimos –, mas o mercado de produtos mudou para preços menores em dólares. É possível que os produtores fiquem preocupados com isso.

O que mudou em setembro, para pior, em termos dos preços internacionais de *commodities* agrícolas? A crise internacional eclodiu em 04 de agosto passado. Como vimos, agosto foi um mês tranquilo. A crise se agravou em setembro. Tudo indica que os “mercados” confiaram, em agosto, na capacidade política dos países desenvolvidos em encaminhar medidas de política econômica contra a crise, tanto nos Estados Unidos como, principalmente, na União Europeia. A política monetária nesses países – leia-se juros nominais baixos – está praticamente esgotada. Outras medidas? Quais seriam? Os “mercados” estão à espera!

Tabela 1 - Preços Nominais de Produtos Agrícolas nas Bolsas Internacionais Durante 2003/05 – 2012 (US\$/t)

PERÍODO/ANO	ALGODÃO	SOJA	TRIGO	MILHO	CAFÉ	SUCO DE LARANJA	AÇÚCAR	CACAU	ÍNDICE TOTAL (1989 = 100)
2003/05	1.216	244	122	91	1.802	1.819	177	1.577	79,9
2006	1.151	218	148	103	2.380	3.586	323	1.504	101,1
2007	1.261	316	234	147	2.590	3.458	218	1.884	112,9
2008	1.403	451	294	207	2.915	2.337	267	2.554	140,7
2009	1.268	379	194	147	2.750	2.032	392	2.769	129,9
2010	2.065	385	213	168	3.602	3.194	494	2.943	154,3
09 M / 2011	3.343	501	272	275	5.757	3.890	615	3.113	214,1
07 / 2011	2.504	502	246	270	5.570	4.354	649	3.111	215,5
08 / 2011	2.290	501	264	281	5.654	3.851	637	2.980	213,6
09 / 2011	2.316	489	249	270	5.713	3.596	610	2.790	207,5
2012 (est. 1)	2.234	535	301	306	6.381	3.559	584	3.133	221,4
2012 (est. 2)	2.151	437	254	244	5.118	3.307	512	2.682	184,3

Fonte: Bolsas de Nova York e de Chicago; nossa elaboração. Para preços futuros, cotações em 02.09.2011, para 2012 (est. 1) e 05.10.2011 para (est. 2).

O jornalista Celso Ming¹ expressou isso muito bem com o título de seu artigo “Falta sentido de urgência”. Sua primeira frase praticamente diz tudo: “Sentido de urgência, decididamente, não faz parte da estratégia dos dirigentes da área do euro para enfrentar esta crise que ameaça provocar um enfarte na economia global”. Isso parece ter influenciado o comportamento dos investidores financeiros em setembro, com maior aversão ao risco, na direção do que se convencionou chamar de “*flight to safety*”, ou “vôo para a segurança”, no sentido de se procurar os títulos norte-americanos, apesar de seu rebaixamento recente. Para onde ir? De fato, entre 03 de agosto, dia que antecedeu a crise, e 05 de outubro, o dólar teve uma apreciação de 6,9% em relação ao euro.

Na Tabela 1, notamos que, em setembro, houve uma queda quase generalizada dos preços agrícolas internacionais de nossos produtos relativamente a agosto. As exceções foram algodão e café. O Índice Total caiu 2,9% nesses meses. Em compensação, para os produtores brasileiros, houve uma depreciação de nossa moeda nesses dois meses de 9,6%. Isto é, naquilo que importa, ou seja, preços em reais, e não em dólares, os produtores brasileiros estão ganhando. Talvez eles ainda não estejam percebendo isso. Isso parece repetir a crise de 2008/09 (setembro de 2008). As vendas de fertilizantes aumentaram 16,9% em agosto (sobre agosto de 2010) e 25,6% no acumulado de janeiro-agosto. (Associação Nacional para Difusão de Adubos). Isso sinaliza para uma nova boa

safragem em 2012, particularmente para soja e milho, em especial em produtividade. Entretanto, os indicadores principais ainda são um tanto contraditórios. As vendas de máquinas caíram 7,4% entre janeiro-setembro. As de defensivos, por sua vez, aumentaram 7,0% entre janeiro e agosto quando medidas em dólares. Entretanto, como houve uma apreciação do real nesse período de 9,6%, a realidade expressa uma pequena queda nas vendas. É possível que a crescente participação de sementes transgênicas – soja, algodão e milho – esteja causando uma mudança estrutural na demanda de defensivos para menos.

Voltemos à Tabela 1, agora com respeito às projeções dos mercados para 2012. Isso é o que importa,

pois a agricultura agora está plantando, mas colherá (e venderá) no primeiro semestre de 2012. A crise de 04 de agosto passado ocorreu, como em 2008, às antevésperas do plantio, na região Centro-Sul, da safra de grãos 2011/12. Estão os produtores psicologicamente prejudicados? Existe base real para isso? Alguns esclarecimentos sobre os dados da Tabela 1 são necessários: a) 09M/2011, média dos nove primeiros meses de 2011; b) 07/2011, 08/2011 e 09/2011, médias de julho, agosto e setembro de 2011; c) 2012 (est. 1), previsão dos mercados futuros em 02.09.2011 e d) 2012 (est. 2), previsão de mercados futuros em 05.10.2011.

Algumas observações fazem-se necessárias. Primeiro, como as previsões de preços para 2012 caíram entre 05.10.11 e 02.09.11! As quedas foram expressivas, refletindo as mudanças no “humor” dos mercados em setembro, com a incapacidade dos governos dos países desenvolvidos em apresentar medidas concretas contra a crise. Houve, também, uma percepção de menores taxas de crescimento econômico, tanto nos países desenvolvidos, como nos emergentes. Em segundo lugar, conforme o FMI – Fundo Monetário Internacional, em 20 de setembro, a estimativa de crescimento mundial reduziu-se de 4,5% para 4,0% neste ano (1,6% para as economias desenvolvidas e 6,4% para os emergentes). O decréscimo para os países emergen-

tes é crucial para o evento de menores preços agrícolas no mercado internacional.²

Em terceiro lugar, e muito importante, as previsões mais baixas para 2012 (est. 2) – Tabela 1 – ainda eram, em dólares, bem maiores que as médias de 2010. Entretanto, na comparação com as médias dos nove primeiros meses de 2011 todos os preços são menores em 2012. Para o Índice Total (última coluna da Tabela 1), a redução, em dólares, é de 13,9%. Será que isso está agora afetando as decisões dos produtores do Centro-Sul, às vésperas do plantio? Repetição de 2008? Em 06 de outubro último, a primeira estimativa da CONAB para a produção brasileira de grãos (intenção de plantio) mostrava um crescimento de “apenas” 2,0% na área plantada com grãos na região Centro-Sul (repetindo as áreas nas demais regiões). Crescimentos ocorreriam para soja e milho. É certo que existem restrições ambientais à abertura de novas áreas (“desmatamento”), mas também é possível que os agricultores tenham sido, psicologicamente, afetados pela crise de agosto-setembro, antevéspera do plantio de grãos nessa região.

Para concluir, é preciso enfatizar que o que importa para os produtores é o preço em reais, não apenas em dólares. No início deste mês de outubro, os preços em dólares pararam de cair. Por outro lado,

a taxa de câmbio futura, janeiro-fevereiro de 2012, prevista pela BMF/BOVESPA, em 07.10.11, de R\$ 1,8220/US\$, estava mais depreciada, em 12,7%, do que a média dos oito primeiros meses deste ano. Em reais, produto a produto, as variações previstas seriam as seguintes (janeiro-fevereiro de 2012 para o câmbio, médio dos nove primeiros meses de 2011 e médias dos preços previstos para 2012 (est. 2) – Tabela 1):

√ Algodão:	- 27,6%
√ Soja:	- 1,7%
√ Trigo:	5,2%
√ Milho:	zero
√ Café:	- 0,2%
√ Suco de Laranja:	- 4,2%
√ Açúcar:	- 6,2%
√ Cacau:	- 2,9%
√ TOTAL:	- 2,8%

Portanto, a redução prevista nos preços em dólares (Índice Total – Tabela 1), de 13,9%, fica em reais reduzida a 2,8%, com grande influência do algodão. Não é a ótima situação anterior à crise, 2012 (est. 1) – Tabela 1 – mas ainda não provoca um quadro de crise agrícola para a safra de grãos 2011/12, que, aliás, foi excelente em rentabilidade. Crucial será a atuação dos países desenvolvidos em suas políticas econômicas, assim como as consequências no crescimento dos países emergentes. É preciso aguardar um pouco mais.

Referências

KHAIR, A. Guinada na política econômica. *O Estado de São Paulo*, 25 de setembro de 2011.

MING, C. Falta sentido de urgência. *O Estado de São Paulo*, 04 de outubro de 2011, p. B-2.

1 Ming (2011, p. B-2).

2 Khair (2011).

() Professor Titular do Departamento de Economia da FEA-USP e Pesquisador da FIPE – Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas.
(E-mail: fbhm@usp.br).*

Responsabilidade Social e Sustentabilidade na Cadeia Produtiva do Setor de Confecção Têxtil

FERNANDA GABRIELA BORGER (*)
NELSON NOZOE (**)

A notícia de que por três vezes equipes de fiscalização do Ministério do Trabalho e Emprego encontraram trabalhadores estrangeiros submetidos a condições análogas à escravidão em oficinas que produziam roupa para a rede varejista Zara reacendeu a discussão sobre o problema na imprensa. De fato, a questão não é nova. Várias redes de comércio de roupas a varejo passaram por situação semelhante nos últimos anos.

Por coincidência, justamente no momento em que o fato acima vinha à baila, a FIPE concluía uma pesquisa que teve como objetivo a elaboração de um diagnóstico sobre o trabalho decente na cadeia do setor de vestuário têxtil. A pesquisa em questão envolveu o levantamento de um amplo conjunto de questões, com ênfase na problemática da mão de obra, bem como sua relação com os aspectos econômicos e comerciais, além das práticas tributárias vigentes. Priorizou-se o estudo de elos da cadeia localizados na Região Metropolitana de São Paulo em função da vulnerabilidade desta região no que diz respeito à precarização do trabalho. O diagnóstico permitiu vislumbrar a estrutura

da cadeia de fornecedores do setor têxtil de varejo, a análise da teia de relações e dos fatores indutores da precarização.

A realização deste diagnóstico foi uma iniciativa da ABVTEX – Associação Brasileira do Varejo Têxtil, que mantém um Programa de Qualificação de Fornecedores, do qual são signatárias empresas de porte como C&A, Grupo Pão de Açúcar, Marisa, Pernambucanas, Renner, Riachuelo, Walmart, Grupo Gep e Leader, que representam, aproximadamente, 15% do varejo nacional de vestuário.

Nos países emergentes, pobres e em desenvolvimento como o Brasil, a globalização dos mercados, a baixa qualidade da mão de obra e a legislação trabalhista pouco flexível, entre outros fatores, levaram, no final do século 20, ao surgimento das chamadas ocupações *atípicas* no mercado de trabalho, ou seja, relações informais de emprego, e, também, a um elevado nível de desemprego aberto. Nesta mesma época, surgia no setor de confecção têxtil a terceirização do serviço de costura, trazendo consigo a informalidade para o setor.

O setor têxtil-confecção é composto pelas seguintes indústrias: têxtil - fiação, tecelagem (tecelagem plana e malharia), acabamento de fios e tecidos, e confecção – vestuário e artigos confeccionados. A descontinuidade do processo produtivo é uma característica marcante da indústria têxtil. Embora as etapas do processo produtivo se interliguem, essas etapas não precisam, necessariamente, ser todas internalizadas pelas empresas. É comum a especialização em apenas um ou dois segmentos, o que torna as relações cliente-fornecedor especialmente relevantes.

A cadeia têxtil-confecção envolve desde o cultivo do algodão, matérias-primas sintéticas, fibras têxteis, fiações, tecelagens, tinturarias, estamparias, malharias, linhas de costura, aviamentos, até a confecção de artigos do vestuário e outros.

Atualmente, a indústria têxtil brasileira é moderna e competitiva na maioria de seus segmentos, especialmente na produção de artigos de algodão. As empresas do setor têxtil e de fiação são de médio e grande porte e intensivas em ca-

pital, enquanto a maioria das empresas de vestuário é de micro e pequeno porte e intensiva em mão de obra e emprega 70,5% da mão de obra do setor.

O levantamento estatístico do setor Têxtil e Confecção com base nas informações disponibilizadas pela Pesquisa Industrial Anual (PIA), pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) e pelas Bases Estatísticas do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostrou as diferenças na concentração de empresas para os elos da cadeia produtiva. A indústria de confecção é o elo mais fraco da cadeia. A indústria têxtil constatou que a indústria de confecção é o destinatário dos seus produtos, o principal comprador, e que é fundamental o seu fortalecimento para a sobrevivência de toda a cadeia. O varejo têxtil, o outro elo da cadeia, percebe que a fragilidade da indústria de confecção limita a capacidade de atendimento do mercado porque não consegue produzir em escala, com qualidade, eficiência e nos prazos necessários para atender a esta demanda. Para suprir todas as necessidades do mercado consumidor, recorre à importação de alguns produtos; por outro lado, depende da produção local especialmente na área de produtos considerados *fast fashion*.

O grande problema da cadeia é a sazonalidade; a terceirização dos serviços para as oficinas de costura foi a solução encontrada para

equilibrar as oscilações de mercado. O segmento em questão tem adotado como estratégia de concorrência o preço de venda; para reduzir os custos de aquisição, a subcontratação tem sido o elemento central dos modelos produtivos adotados por seus fornecedores, além das importações.

A importância da estratégia de preços baixos tem avultado ante o comportamento dos preços das mercadorias comercializadas no setor em face do comportamento dos preços em geral. Em média, o vestuário representa pouco mais de cinco por cento (5,29%) do total de gastos daquelas famílias, segundo a estrutura de ponderação aplicada pela FIPE no cálculo do Índice de Custo de Vida até a primeira quadrissemana de julho de 2011, elaborada com base na pesquisa de orçamentos familiares (POF) 1998/99. Os gastos das famílias paulistanas com vestuário têm caído sistematicamente desde o início da década de 1990, época de realização da pesquisa anterior. Em 1990/91, tais dispêndios representavam 9,66% dos gastos, percentual reduzido para 5,25% na POF 2009/10. Esses percentuais indicam que, nos últimos 20 anos, os paulistanos têm gasto cada vez menos com vestuário, como indicado pela variação do Índice Geral, do grupo “Vestuário” e dos itens referentes às roupas de mulher, homem e criança entre junho de 1994 e junho de 2011. Tomando-se como referência o ano de 1994,

verifica-se que o grupo “Vestuário” do IPC-FIPE apresenta um aumento de quase 30% durante os últimos 17 anos, percentual bastante inferior àquele observado no IPC, que alcançou 243%.

Os valores citados nos parágrafos precedentes sugerem um quadro constringente no comércio de roupas que, de um lado, tem tido em seus produtos, ao que tudo indica, reajustes abaixo do IPC; por outro lado, os custos de produção, principalmente salários – um item importantíssimo para um segmento produtivo intensivo em mão de obra –, têm tido aumentos próximos à inflação. Estes fatos têm reforçado a tendência ao aumento das importações, por sua vez, favorecidas pela apreciação de nossa moeda. Segundo informe da própria entidade, cerca de 10% dos produtos comercializados por aquelas empresas são importados, principalmente de países asiáticos. Embora a comparação entre este percentual e o coeficiente de importação do setor calculado pela FIESP possa ser efetuada de modo apenas ilustrativo, ela indica que o percentual referente àquele conjunto de empresas é 43% superior ao consumo aparente do setor de confecção.

As mudanças na estrutura das indústrias, mormente a partir da década de 1990, trouxeram profundos reflexos sobre a conduta e desempenho da cadeia. Não obstante, preservou-se um grande espaço de

atuação das MPEs em toda a cadeia produtiva, mais especificamente, nos segmentos de malharia, tece-lagem plana e acabamento de fios e tecidos. Trata-se de um espaço privilegiado para as MPEs, pois praticamente não existem barreiras à entrada. As limitações à automação no elo costura fazem com que o setor seja caracterizado como trabalho-intensivo.

Paralelamente às mudanças referidas, as iniciativas para o combate ao trabalho precário intensificaram-se, tanto no Brasil como internacionalmente. Tais ações têm-se concentrado sobretudo na formalização das oficinas de costura e registro em carteira dos trabalhadores que empregam.

O cotejo das informações disponibilizadas pela Pesquisa Industrial Anual (PIA), pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) e pelas Bases Estatísticas do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) apontou que os trabalhadores da indústria da confecção apresentam os menores níveis de formalização, as menores contribuições previdenciárias e o maior percentual de trabalhadores por conta própria quando comparados aos outros setores da cadeia produtiva- têxtil e varejo.

A complementação dos dados quantitativos com informações colhidas junto a atores do setor têxtil – donos de oficina de costura legalizadas e clandestinas, fornece-

dores, compradores, dentre outros –, agentes voltados ao combate ao trabalho forçado/precário no Brasil, além de associações de classe e instituições de pesquisa e capacitação, forneceram um descrição pormenorizada sobre a pulverização do setor, o peso das importações, a sazonalidade dos pedidos e a terceirização no setor de confecção têxtil.

Sob o aspecto da formação profissional, verificou-se que as empresas do ramo de confecção, onde predominam as MPEs, são dirigidas por pessoas despreparadas para a gestão do negócio, sem formação adequada, em geral, oriundas de vários setores que, ao se verem desempregadas, enveredaram-se pelo ramo de conta própria, abrindo pequenas oficinas de costura. A par destes, colocam-se, em escala crescente, os estabelecimentos de iniciativa de imigrantes sul-americanos, em geral bolivianos, que fazem uso do contingente de mão de obra formado por conterrâneos. Trata-se, em sua maior parte, de trabalhadores que temporariamente se encontram no País para acumular algum pecúlio, sujeitando-se para tanto a condições de trabalho análogas às da escravidão. A imigração representa um caminho para a relativa prosperidade, comparada à profunda pobreza de suas cidades e regiões de origem. Esta prosperidade incentiva a rede familiar e social – irmãos, primos, primas, amigos – a empreender a

mesma jornada, pois também querem ficar ricos.

Pela pesquisa foi possível constatar que os imigrantes bolivianos trabalham na confecção de diferentes formas e em diversas situações que refletem suas condições de vida. Aqueles que vêm para o País, trazidos por “gatos”, são explorados, recebem pouco, trabalham muito e ainda sofrem os descontos de sua viagem. Existem também aqueles que ainda estão na informalidade, recebendo por peça produzida, morando e se alimentando nas oficinas em que trabalham, mas não sofrem retenção de documentos e não têm dívidas. Esses, normalmente, conseguem juntar dinheiro suficiente para enviar para seus familiares na Bolívia e guardar para seu retorno.

Expulsos pela pobreza da terra natal, não reconhecem tais condições, assim como não se dão conta de que foram objeto de tráfico internacional de pessoas. Por isso, muitos não demonstram interesse e/ou desconhecem o processo de anistia em curso desde 2009 ou os acordos bilaterais de imigração vigentes. Em consequência, sem uma condição de permanência legal no País, não conseguem a CTPS e, portanto, não conseguem ingressar no mercado de trabalho formal. Estes trabalhadores e suas famílias apresentam, por isso, alto grau de vulnerabilidade, expostos às formas degradantes de exploração. O quadro assim delineado choca-se

com os princípios de Responsabilidade Social e Sustentabilidade, que têm tido apelo crescente junto às grandes corporações, como aquelas que vêm sendo aquinhoadas com parcelas crescentes do mercado de varejo de vestuário têxtil, em especial, do segmento denominado *fast fashion*.

Também é possível encontrar estrangeiros já formalizados, os quais estão regularmente no Brasil; são empregados registrados (normalmente por seus compatriotas) e recebem o piso salarial. Estes já moram em suas próprias casas (pensões ou quartos) e por isso pagam por seu aluguel e comida. Por último, encontramos os donos de oficina, a maioria dos quais ainda é informal; porém, já existem aqueles que estão com sua oficina formalizada, com CNPJ e empregam funcionários (quase todos compatriotas) registrados em carteira. Este é o percurso dos trabalhadores imigrantes no setor, desde o explorado até o empresário que tem lutado para manter seu negócio formalizado.

A sazonalidade é um dos maiores problemas com os quais se defronta a cadeia produtiva do setor. A terceirização dos serviços para as oficinas de costura (subcontratação) foi a solução encontrada para equilibrar as oscilações da demanda ao longo do ano. A causa do sucesso do procedimento encontra-se na informalidade da mão de obra e no sistema de remuneração por

peça produzida. A informalidade da mão de obra e a busca incessante por custos mais baixos levaram à exploração do trabalho na cadeia, denunciada como trabalho análogo ao escravo, e o emprego de imigrantes ilegais.

As denúncias de tais ocorrências junto a órgãos públicos de fiscalização acarretaram a imposição da obrigação de as empresas se formalizarem e efetuarem o registro de seus funcionários, o que, por sua vez, acarretou significativo aumento dos custos para as empresas produtoras.

A resistência das oficinas de costura à formalização deriva principalmente do ônus decorrente das obrigações sociais estabelecidas na legislação trabalhista, e também da perda de produtividade associada à rigidez da legislação. Estes custos variam segundo o porte e o regime jurídico das empresas, mas, de forma geral, há um consenso de que os custos do trabalho aumentam significativamente com a formalização e, por conta disso, não poderiam ser deixados de lado numa negociação de preços com os magazines.

A questão tributária é vista como outro ponto crítico para a competitividade das empresas brasileiras. As formas de tributação da renda das pessoas jurídicas influenciam o desempenho das empresas do setor de confecção, e são apontadas como o principal fator para sua

pulverização e um dos obstáculos para o seu desenvolvimento.

As empresas de confecção adotam diferentes regimes para atender seus clientes: para os que precisam do crédito de ICMS, adotam o Lucro Presumido, e para os outros, o Simples Nacional. Os regimes especiais justificam-se pela virtude de atrair empresas informais para a legalidade, na medida em que simplificam a tributação. No entanto, introduzem sérias distorções no sistema econômico e desestimulam o crescimento das empresas que, assim, não podem auferir os ganhos de produtividade associados ao aumento de escalas de produção. Para se adequar aos critérios estipulados pelo regime Simples, uma empresa de maior porte se fraciona em várias outras menores, o que aumenta a vulnerabilidade do setor.

Uma importante estratégia a ser levada em consideração para que os problemas referentes à cadeia produtiva do setor do varejo têxtil sejam solucionados é a promoção do trabalho decente nesta cadeia.

A cooperação entre esses magazines, e o entendimento dos interesses e necessidades de todos os elos da cadeia produtiva, incluindo seus fornecedores, os subcontratados autônomos e terceirizados, são de extrema importância para o estabelecimento de objetivos conjuntos

e o compartilhamento de informações e recursos na busca de soluções conjuntas.

A superação dos impasses que ora acometem a cadeia de produção de vestuário é um quebra-cabeça sem solução predeterminada. Mesmo assim, pode-se asseverar que, sem dúvida, passa pela busca de sinergia em todos os elos da cadeia, com o rateio dos ônus decorrentes da implementação de novos e necessários preceitos contemplados em uma política consistente de Responsabilidade Social e Sustentabilidade.

() Pesquisadora da FIPE e professora da FIA.*

(E-mail: fgborger@fipe.com.br)

*(**) Professor do EAE.*

(E-mail: nehnoze@usp.br)

O Plano da Secretaria da Economia Criativa: Primeiras Impressões

JULIO LUCCHESI MORAES (*)

1 Introdução

Foi lançado, na última semana, o plano de políticas, diretrizes e ações da Secretaria da Economia Criativa. Por se tratar do primeiro posicionamento formal do novo órgão do Ministério da Cultura no que tange ao espectro de sua futura atuação, julgamos interessante dedicar algum tempo para sua análise. Assim, dando continuidade às reflexões no subcampo da Economia Criativa, faremos numa breve exposição a respeito do referido documento. Buscaremos, no presente artigo, apresentar o contexto de seu lançamento, analisar sua estrutura básica para, por fim, apontar alguns pontos que julgamos centrais nas políticas do novo órgão.

2 O Plano da Secretaria: Breve Histórico

Anunciada desde o início do ano pela atual gestão do MinC, a Secretaria da Economia Criativa lançou, no final de setembro, um volumoso

documento contendo seu plano de políticas, diretrizes e ações até 2014. Trata-se de um passo fundamental e que responde, em grande medida, às expectativas de todos os agentes sociais e econômicos ligados ao setor criativo. Até o presente momento, o referido órgão ainda não tinha manifestado formalmente o rol dos objetivos e intenções de sua atuação política.

As páginas iniciais do documento tratam de matizar a discussão a respeito da Economia Criativa no contexto nacional, numa clara tentativa de suprir uma defasagem comparativa do País em relação ao contexto internacional. Isto porque as discussões sobre a agenda criativa correm dentro dos órgãos oficiais de diversos países desde meados dos anos 1990, sendo formalizada no Brasil apenas agora. De fato, o ponto de partida da nova secretaria é extremamente recente; surgiu no bojo de discussões sobre a Economia da Cultura no Plano Nacional de Cultura (PNC) e sua criação foi instituída pela Lei 12.243 de 02/12/2010. Como

vimos em artigo anterior, ao longo da elaboração do referido Plano, diversos tópicos referentes à Economia da Cultura vieram à tona, indicando certa urgência na constituição de um aparato oficial capaz de lidar com o tema (Cf. MORAES, 2010).

3 Conceituação e Análise de Demandas: Primeiros Esforços

Uma das dificuldades capitais da agenda criativa reside na difícil demarcação dos limites do referido objeto. Como é bem sabido, as chamadas indústrias criativas vão além das indústrias culturais, embora estas estejam contidas na primeira (Cf. MORAES, 2011). Para além de setores culturais “clássicos” como a música, o cinema ou o teatro, já contemplados por políticas da área cultural, adicionam-se novos como os segmentos de *games*, design, moda etc.

Vimos anteriormente que essa indefinição dos limites do marco conceitual engendra uma série de

dificuldades práticas, incluindo-se aí complicações quando do estabelecimento de políticas públicas no tema (*ibidem*). Assim, o primeiro esforço do documento da Secretaria não poderia ser outro que não a própria tentativa de empreender uma definição conceitual sobre a Economia Criativa. Não é uma casualidade que mais da metade do documento lançado pelo órgão seja composto de reflexões teóricas. O próprio plano assume essa tarefa de conceituação como seu primeiro desafio ao propor que:

Considerando que uma base conceitual consistente é ponto de partida para a implementação de políticas públicas eficientes, eficazes e consequentes, a primeira etapa foi pautada pelo debate e aprofundamento de bases teóricas a partir da realização de rodadas de discussões conceituais com pesquisadores, acadêmicos, estudiosos e profissionais de reconhecimento nacional pela notória atuação no campo das políticas culturais sobre temas relacionados com a economia criativa (MinC, 2011, p. 46).

Esse esforço pelo estabelecimento de uma base comum de discussão e de valores no campo não se

encerra na dimensão estritamente teórica, uma vez que o plano busca também caminhar rumo a uma padronização dos mecanismos de análise e de mensuração de políticas na área.

Se a conceituação teórica configura-se como o primeiro passo para o estabelecimento de uma pauta criativa no País, a etapa de *levantamento de demandas setoriais* surge logo em seguida. Trata-se aqui de uma sistematização das diversas reivindicações dos agentes envolvidos no tema que, por meio dos relatórios das câmaras e colegiados setoriais reunidos na II Conferência Nacional de Cultura, de 2010, manifestaram suas expectativas para com a nova pasta.

4 Estruturação e Articulações da Secretaria

A terceira etapa do plano é chamada de *encontro com parceiros institucionais*. Trata-se de uma etapa fundamental justamente pelo fato de que a pasta tem uma área de atuação essencialmente transversal, sendo patente a necessidade de se estabelecer toda uma teia de conexões e diálogos com outros órgãos, instituições e ministérios.

A plena compreensão do rol desses parceiros, contudo, exige uma apresentação mais detalhada da estrutura básica da nova pasta.

Conforme exposto no documento, a secretaria está estruturada a partir de dois vetores de atuação: um concebido dentro da perspectiva macroeconômica e outro sob uma perspectiva microeconômica. Dentro de tal proposta, vemos que o órgão atuará dentro de uma miríade de temas e eixos, conforme expostos no diagrama a seguir.

É compreensível, dentro de tal quadro, que a Secretaria abra linhas de diálogo com os mais diversos parceiros institucionais, incluindo desde órgãos responsáveis pelo fornecimento de linhas de crédito, como o BNDES, órgãos de estudos e pesquisas, como o IPEA, IBGE e o CNPq, até instituições ligadas ao campo da formação e de apoio ao empreendedorismo, como o SEBRAE. Há também grande articulação da nova Secretaria com outros ministérios, dos quais poderíamos destacar não apenas o Ministério do Desenvolvimento Social e a Secretaria da Micro e Pequena Empresa, mas também o Ministério do Trabalho, do Esporte etc.



Fonte: Ministério da Cultura, 2011.

Há, por fim, um grande esforço por parte do Plano em indicar as maneiras pelas quais suas diretorias articular-se-ão dentro do próprio Sistema MinC e suas diversas secretarias. Ao longo de reflexões futuras, buscaremos matizar de maneira mais aprofundada esses diversos objetivos e parceiros da Secretaria, contextualizando em maiores detalhes o novo órgão e compreendendo sua atuação dentro de uma pauta ampliada de temas da agenda criativa brasileira.

Referências

BRASIL. Ministério da Cultura. *Plano da Secretaria da Economia Criativa*. Brasília: Ministério da Cultura, 2011. Disponível em: <http://www.cultura.gov.br/site/wp-content/uploads/2011/09/Plano-da-Secretaria-da-Economia-Criativa.pdf>. Acesso em: 10 out. 2011.

MORAES, J. L. A Economia da cultura no plano nacional de cultura. *Informações FIPE*, São Paulo, p. 24 - 26, dez. 2010.

_____. Temas, conceitos e desafios da economia criativa. *Informações FIPE*, São Paulo, p. 33 - 35, fev. 2011.

(*) Graduado em Ciências Econômicas pela FEA-USP, doutorando em História Econômica pela FFLCH-USP com a pesquisa *Sociedades culturais, sociedades anônimas*. Em 2009, foi um dos ganhadores do Prêmio Carlos e Diva Pinho de melhor monografia em Economia da Arte e enfoques humanistas da economia do Departamento de Economia da FEA-USP. Integra o grupo de pesquisa *Iconomia como monitor da disciplina "Introdução à Iconomia" (CTR-ECA-USP)*. (E-mail: julio.moraes@usp.br).

Desmatamento e Desenvolvimento: O Que o Brasil Tem a Aprender com a História dos Países Desenvolvidos?¹

THIAGO FONSECA MORELLO (*)

1 Introdução

A supressão florestal não foi necessária à consolidação da autonomia econômica de um importante conjunto de países hoje desenvolvidos (VERÍSSIMO; NUSSBAUM, 2011). Tal fato, exaustivamente documentado pelos estudiosos da “transição florestal”, é ignorado por boa parte da opinião pública brasileira.

“Países desenvolvidos que destruíram suas matas e florestas em nome do bem-estar de sua população cobram agora do Brasil o papel que não desempenharam no passado”, declarou o presidente da Organização das Cooperativas do Estado de São Paulo (OCESP), em audiência pública referente ao projeto de reforma do Código Florestal.

Em artigo no Estado de São Paulo, a senadora Kátia Abreu escreveu: “Os paradigmas que nos querem impor refletem o remorso, a hipocrisia e, principalmente, o poder econômico dos povos até agora ditos desenvolvidos e que através de milênios de História desconstruíram suas paisagens e não têm

mais condições de recompô-las.” (ABREU, 2010)

Procura-se, com o presente texto, refutar a tese de que desmatamento e desenvolvimento foram duas faces de uma mesma moeda na história europeia, norte-americana e da Coreia do Sul. As evidências cruciais são apresentadas na seção seguinte. Há, logo após, uma breve conclusão.

2 A Transição Florestal

Artigos como os de Mather (1992), Rudel (1998), Rudel *et al.* (2005), Ewers (2006), Foster e Rosenzweig (2003), Pfaff e Walker (2010), procuram identificar, a partir do exame de dados na escala nacional, mecanismos indutores da “transição florestal”: inflexão na trajetória da área ocupada por florestas, de uma tendência cadente, para uma tendência ascendente.

Mostra-se, por exemplo, que, desde meados do século 19, países como França (MATHER *et al.*, 1998), Dinamarca (MATHER, 2001), Suíça (MATHER, 2001) e Escócia (RUDEL *et al.*, 2005) apresentam cresci-

mento em sua área de florestas. A consolidação de uma sociedade industrializada e urbanizada, sustentada por uma economia autônoma, não foi, portanto, nestes Países – como reza o senso comum apontado na introdução – forjada com desmatamento.

O mesmo é observado, no século 20, para países como Estados Unidos (a inflexão data de 1920, CLAWSON, 1979 e FOSTER; ROSENZWEIG, 2003), Inglaterra (ROBBINS; FRASER, 2003), Alemanha (PLIENINGER *et al.*, 2012), Índia (FOSTER; ROSENZWEIG, 2003), Irlanda (RUDEL, *et al.*, 2005) e Coreia do Sul (RUDEL *et al.*, 2005 e BAE *et al.*, 2012).

Já, para o caso do Reino Unido, região em que se deu a gênese do capitalismo, entre 1924 e 1998 a proporção da área coberta por floresta passou de 5,3% para 10,7% (dados oficiais tabulados por ROBBINS; FRASER, 2003, p. 104). Conforme aponta Pryor (2000), esse avanço emergiu, especificamente para a Inglaterra, de um programa de reflorestamento promovido pelo governo, inclusive com incentivos fiscais.

Os determinantes da transição, identificados pelos pesquisadores, são múltiplos: (i) urbanização e êxodo rural; (ii) intensificação da agropecuária; (iii) substituição da lenha por combustíveis fósseis e da madeira por aço e/ou concreto; (iv) aumento da rentabilidade da produção de matéria-prima florestal (como, p.ex., aumento do consumo de papel); (v) progresso tecnológico da silvicultura; (vi) criação de instituições protetoras; (vii) pressão social conservacionista, entre outros.

Na França, a área coberta por árvores dobrou entre o século 19 e o final do século 20. Tal recomposição se deu tanto a partir da plantação de árvores como por meio da regeneração da floresta nativa. O ano de 1830 foi eleito por Mather *et al.* (1999) como marco da transição.

Durante o século 19, o uso inconsequente da floresta foi substituído pelo uso industrial, caracterizado por planejamento da colheita consistente com um suprimento contínuo e sustentável de madeira. O manejo racional, de origem alemã (MATHER *et al.*, 1999) foi um fator determinante, na França, da ruptura com a conexão entre desmatamento e desenvolvimento industrial (MATHER *et al.*, 1999).

O código florestal de 1827 – o qual teve como precursor um dispositivo promulgado por Colbert em

1669 – pôde atingir o objetivo de contenção da exaustão florestal, exatamente por estender o processo de estabelecimento de uma estrutura de governança excludente para a alocação da terra – o que se deu às custas de camponeses que até então dependeram do sistema comunal para ter acesso à lenha e madeira. Também na Dinamarca a demarcação das terras públicas e privadas, mas, sobretudo, das terras para uso agrícola e para produção de madeira (estas últimas, não necessariamente estatais) foi crucial (RUDEL, 2001). A influência da escola alemã de silvicultura também teve, nesse país, papel relevante.

Na Suíça, em 1876, as enchentes motivaram a criação de novos dispositivos legais, regulamentando-se a exploração de florestas e proibindo-a na região dos Alpes. A recuperação florestal foi estimulada. Na Dinamarca, um programa nacional de reflorestamento foi estabelecido em 1805, logrando dobrar a área coberta por árvores na metade do século 20 (MYLLYNTAUS; MATTILA, 2002).

Conforme ressalta Rudel (CIFOR), a transição florestal decorre de um conjunto amplo de transformações sociais, a “modernização”, como quer o autor, vivida pela França, Dinamarca e Suíça – o que, em alguma medida, se confunde com o que se entende por desenvolvimento –, um processo não apenas ma-

terial (tecnologia, produtividade, acumulação de capital), mas também ético (reformas institucionais foram conduzidas com base em uma nova concepção das florestas).

O mesmo se aplica aos demais países nórdicos, Finlândia e Suécia. Conforme se lê em Myllyntaus e Mattila (2002), a emergência da indústria moderna se reverteu em substituição da lenha por combustíveis fósseis e em abandono da agricultura do corte e queima (*slash-and-burn agriculture*).

Nos Estados Unidos, a primeira região em que se assistiu à contenção do desmatamento foi a da Nova Inglaterra, no nordeste. A expansão do território americano, abrindo novas áreas florestadas e passíveis de ocupação para cultivo, permitiu “exportar” parte da pressão devastadora (PFAFF; WALKER, 2010). A regeneração da cobertura vegetal passou a tomar lugar nas regiões pioneiras de colonização.

A intensificação agropecuária via melhoramento tecnológico, e uma legislação mais restritiva, também foram cruciais para a reversão da tendência declinante das florestas alemãs (PLIENINGER *et al.*, 2012).

O governo, “produzindo” florestas e criando incentivos ao reflorestamento, foi o principal agente da retomada da cobertura florestal pela Coreia do Sul em meados da década de 1970 (BAE *et al.*, 2012).

A recomposição de áreas originalmente verdes tornou-se prioridade nacional em 1979, intensificando-se a reforma institucional (leis e *enforcement*) e a mobilização da população. “Cortar árvores é uma ameaça, plantar árvores é um ato de patriotismo” tornou-se palavra de ordem da campanha do Estado (BAE *et al.*, 2012). O resultado: 1,06 milhões de hectares foram plantados com espécies de longa rotação entre 1979 e 1987.

3 Conclusão

Kauppi *et al.* (2006, *apud* BAE *et al.*, 2012) demonstraram que apenas o Brasil registrou redução em sua área de florestas entre 1990 e 2005 no grupo de países com PIB *per capita* superior a US\$4.600 (em 2003).

Os fatos trazidos à tona revelam que a consolidação de economias hoje denominadas desenvolvidas se deu com a criação de uma base tecnológica e institucional capaz de engendrar crescimento econômico prescindindo, para isso, da supressão florestal. As florestas se tornaram engrenagem crucial das sociedades que mais avançaram na busca da prosperidade.

A associação entre floresta e atraso, mesmo não sendo proclamada abertamente, está inculcada na opinião pública brasileira. Na história dos países do norte europeu,

contudo, as florestas foram símbolos de modernidade. Não apenas no que tange à revolução tecnológica na agropecuária, mas, sobretudo, por representarem uma nova era em que as relações homem-meio ambiente passaram a ser geridas com racionalidade e métodos científicos.

Neste sentido, o caso da Coreia do Sul é exemplar não apenas por mostrar a possibilidade de um país em desenvolvimento conjugar crescimento econômico e valorização de florestas, mas especificamente por conta das restrições impostas pela topografia acidentada e montanhosa às quais o esforço teve de fazer frente. Conforme ressalta Bae *et al.* (2012), a transição florestal pode ser alcançada em um período aceitável, desde que “a autoridade central apresente objetivos claros e incentivos para criar um amplo apoio do público na condução do esforço de reflorestamento”, o que pode ser estendido para o esforço de contenção do desmatamento.

Esta não é, contudo, a postura assumida pelo Estado brasileiro no presente momento, em que se sinaliza a possibilidade de anistiar todo desmatamento ilegalmente realizado até o ano de 2008.

Referências

ABRAMOVAY, R. Uma conta de trilhões que precisa ser reequacionada. *Valor Econômico*, São Paulo, 07 de junho de 2011 (Seção “Investimentos”).

ABREU, K. Verdade ambientalista versus fundamentalismos. *O Estado de São Paulo*, Opinião, 22 de março de 2010.

AYRES, R.; AYRES, E. *Crossing the energy divide: Moving from Fossil Fuel Dependence to a Clean-Energy Future*. Pearson Education, 2010.

BAE, J.S.; JOO, R.W.; KIM, Y-S. Forest transition in South Korea: Reality, path and drivers. *Land Use Policy*, 29, p. 198-207, 2012.

CLAWSON, M. Forests in the Long Sweep of American History. *Science*, v. 204, n. 15, June 1979.

EWERS, R. M. Interaction effects between economic development and forest cover determine deforestation rates. *Global Environmental Change*, 16, p.161-169, 2006.

FOSTER, A.D.; ROSENZWEIG, M.R. Economic growth and the rise of forests. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 118, n. 2, p. 601-637, May 2003.

MATHER, A. S. The Transition from Deforestation to Reforestation in Europe. In Angelsen, A. and Kaimowitz, D. *Agricultural technologies and tropical deforestation*, 2001. Based on papers presented at a workshop held in Turrialba, Costa Rica, Mar. 11-13, 1999. Available at: http://www.cifor.org/publications/pdf_files/Books/BAngelsen0101E0.pdf.

_____; FAIRBAIRN, J.; NEEDLE, C.L. The course and drivers of forest transition: the case of France. *Journal of Rural Studies*, v. 15, n. 1, p. 65-90, 1999.

MATHER, A.S. The forest transition. *Area*, 24, p. 367-379, 1992.

MYLLYNTAUS, T.; MATTILA, T. Decline or increase? The standing timber stock in Finland, 1800-1997. *Ecological Economics*, 41, p. 271-288, 2002.

PFUFF, A.; WALKER, R. Regional interdependence and forest “transitions”: substitute deforestation limits the relevance of local reversals. *Land Use Policy*, 27, p. 119-129, 2010.

PLIENINGER, T. *et al.* Is there a forest transition outside forests? Trajectories of farm

- trees and effects on ecosystem services in an agricultural landscape in Eastern Germany. *Land Use Policy*, 29, p. 233- 243, 2012.
- PRYOR, S.N. Afforestation in Britain: opportunities and obstacles, strategies and targets. In: WEBER, N. (ed.) *NEWFOR: New forests for Europe. Afforestation at the turn of the century*. PROCEEDINGS OF THE SCIENTIFIC SYMPOSIUM. Freiburg, Germany, February 16th-17th, 2000.
- ROBBINS, P.; FRASER, A. A Forest of contradictions: producing the landscapes of the Scottish highlands. *Antipode*. v. 35, issue 1, 2003.
- RUDEL, T. Is there a forest transition? Deforestation, reforestation, and development. *Rural Sociology* 63, p. 533-552, 1998.
- _____. Did a Green Revolution Restore the Forests of the American South? In: ANGELSEN, A.; KAIMOWITZ, D. *Agricultural technologies and tropical deforestation*. 2001. Based on papers presented at a workshop held in Turrialba, Costa Rica, Mar. 11-13, 1999. Available at: http://www.cifor.org/publications/pdf_files/Books/BAngelsen0101E0.pdf.
- _____. *et al.* Forest transitions: towards a global understanding of land use change. *Global Environmental Change*. Elsevier, part A, v. 15, Issue 1, p. 23-31, 2005.
- STERN, N. *Stern Review on the Economics of Climate Change*. Office of Climate Change, British Government, Cambridge University Press, 2006. Available at: http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/sternreview_index.htm.
- VEIGA, J. E. *Mundo em transe: do aquecimento global ao ecodesenvolvimento*. São Paulo: Editora Autores Associados, 2010.
- VERÍSSIMO, A.; NUSSBAUM, R. Um resumo do status das florestas em países selecionados - Nota Técnica. Imazon, The Proforest Initiative, 2011. Disponível em: <<http://www.imazon.org.br/publicacoes/outros/um-resumo-do-status-das-florestas-em-paises-selecionados>>.
-
- 1 Agradeço ao professor Ricardo Abramovay pela leitura crítica de uma versão preliminar do texto. Quaisquer incorreções que permaneçam são de inteira responsabilidade do autor.
- (*) Doutorando em Economia do Desenvolvimento, IPE-USP.
(E-mail: tfmrs@yahoo.com.br).

Teoria de Apreçamento por Arbitragem em Mercados Internacionais

LIANA OLIVEIRA BERNAT (*)

Este trabalho desenvolve um estudo sobre fontes de risco comuns que impactam a variação do retorno de ações de diferentes países. Uma base de dados proveniente de Morgan Stanley Capital International está disponível contendo 24 mercados desenvolvidos, 16 mercados emergentes e quatro mercados de fronteira entre dezembro de 1992 e dezembro de 2009. Alto grau de desenvolvimento, maior tamanho e liquidez é o que determina se um país é desenvolvido. Comparado aos mercados emergentes, mercados de fronteira apresentam companhias com menor tamanho, liquidez e de mais difícil acesso. Essa é uma abordagem original porque, ao contrário de trabalhos anteriores, nós estamos tratando de países desenvolvidos, emergentes e de fronteira conjuntamente. Os últimos dois grupos de países ganharam importância no cenário mundial especialmente como receptores de capital de mercados desenvolvidos e também de emergentes.

Para dar conta de múltiplas fontes de risco, uma análise empírica utilizando a Teoria de Precificação por Arbitragem (APT) desenvolvi-

da por Ross (1976) foi realizada. O método de Regressões Não Lineares Iteradas Aparentemente Não correlacionadas (ITNLSUR), de McElroy e Burmeister (1988), e o método Generalizado dos Momentos (GMM), de Hansen (1982), são aplicados para estimar os prêmios de riscos esperados das fontes de risco globais. Ambos os métodos são fortemente consistentes e assintoticamente normais, mesmo na ausência de erros normais, e superam os problemas apresentados pela metodologia usual de dois passos, de Fama e Macbeth (1973). O método Generalizado dos Momentos ainda apresenta a vantagem de incluir no processo de estimação o conjunto de informação disponível.

A maior dificuldade associada com o APT é que a teoria não especifica quais fatores de risco deveriam ser inclusos. Muitos trabalhos empíricos se desenvolveram na tentativa de determiná-los através de duas diferentes vertentes: utilizar fatores macroeconômicos observados pré-especificados ou assumir que, *a priori*, os fatores não são conhecidos.

A fim de melhor abordar esse problema, tratamos dois conjuntos de

variáveis como potenciais fatores de risco. O primeiro conjunto é composto de variáveis macroeconômicas frequentemente citadas na literatura de apreçamento de ativos tais como o excesso de retorno do portfólio mundial, variação de taxas de câmbio, variação no spread entre a taxa de depósito em Eurodollar e a Treasury Bill (TED spread) e a variação no preço do petróleo. O segundo grupo de medidas de risco potencial foi obtido seguindo Campbell, Lo e Mackinlay (1997). Para retorno de ações de 44 países em nossa base de dados, uma análise de componentes principais foi realizada, permitindo-nos compor cinco índices ou portfólios apontando a direção de maior variabilidade dos dados de retorno originais. Esses portfólios sintéticos são encarados como fontes de risco e denominados de fatores de risco estatísticos.

O primeiro resultado que chama a atenção é a grande semelhança entre o primeiro fator estatístico e o excesso de retorno do portfólio mundial. O primeiro fator estatístico aponta a direção de maior variabilidade do sistema contendo a série de tempo de retorno dos 44

mercados, O excesso de retorno mundial é um índice ponderado pelo valor de mercado de 24 mercados desenvolvidos e 21 mercados emergentes. Em outras palavras, esses dois índices são construídos de maneiras distintas e, a priori, não guardariam nenhuma semelhança. Contudo, eles possuem uma surpreendente correlação acima de 90%, suas médias e desvios padrão são da mesma magnitude e, na regressão do primeiro fator estatístico contra todos os fatores macroeconômicos, o R quadrado é de 85% e o coeficiente do excesso de retorno mundial é significativo a 1%. Essa observação fornece uma justificativa da importância do excesso de retorno do portfólio mundial para explicar a estrutura de covariância do retorno dos países.

Após apresentar os fatores de risco, analisar suas características e a relação entre eles, nós utilizamos as variáveis estatísticas e macroeconômicas separadamente como fontes de risco em modelos APT, estimados por GMM e ITNLSUR, para três grupos de 10 países econômica e geograficamente heterogêneos.

1. O Modelo

Sejam os retornos das ações dos países guiados por múltiplos fatores de risco seguindo o modelo de apreçamento por arbitragem. Então, se existem n ativos e K fatores de risco, com $n > K$, o modelo pode ser escrito como:

$$R_i(t) = E_t[R_i(t)] + \sum_{j=1}^K \beta_{ij} f_j(t) + \varepsilon_i(t) \quad (1)$$

$$i = 1, \dots, n, \quad t = 1, \dots, T,$$

onde $E_t[R_i(t)]$ é o retorno esperado do país i condicional a informação disponível em t ; β_{ij}

é a sensibilidade do ativo i a $f_j(t)$, a j -ésima realização do fator de risco no tempo t ; $\varepsilon_i(t)$ é o risco idiossincrático independente dos K fatores de risco.

Sob a restrição de não arbitragem assintótica e algumas condições de regularidade, o Teorema de Apreçamento por Arbitragem afirma que o retorno esperado pode ser aproximado pela seguinte relação:

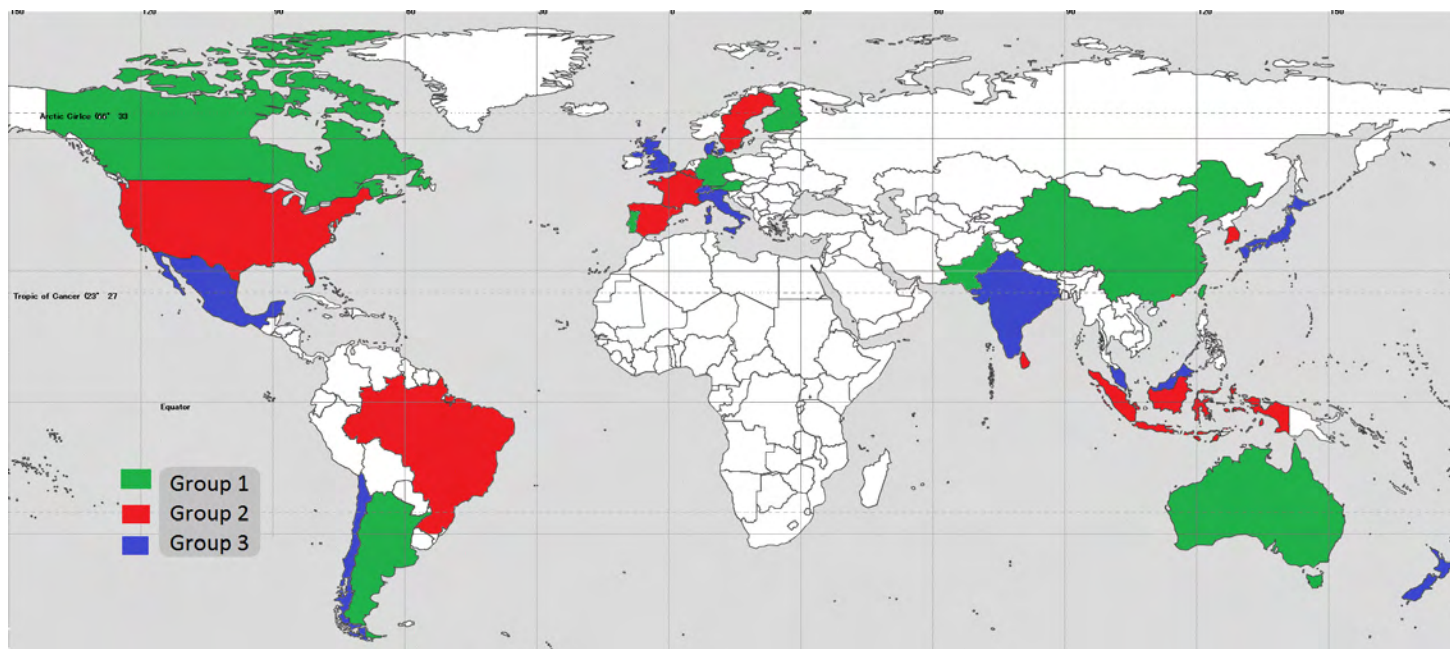
$$E_t[R_i(t)] = \lambda_0(t) + \sum_{j=1}^K \beta_{ij} \lambda_j(t), \quad (2)$$

onde $\lambda_j(t)$ é o prêmio de risco obtido por um investidor por assumir o fator de risco j e $\lambda_0(t)$ é o retorno do ativo livre de risco.

2 Resultados Empíricos

Para uma análise robusta, selecionamos três conjuntos não sobrepostos de 10 países – cada conjunto contendo seis mercados desenvolvidos e os quatro restantes emergentes ou de fronteira. A composição dos grupos, apesar de arbitrária, foi escolhida de maneira que os três grupos tenham uma composição geográfica diversificada, similar entre grupos, com a mesma proporção de países desenvolvidos e emergentes. Na figura a seguir, mostramos a composição de cada grupo. O Grupo um é composto por Argentina, Austrália, Áustria, Canadá, China, Finlândia, Alemanha, Paquistão, Portugal e Taiwan. O Grupo dois, por Bélgica, Brasil, França, Hong Kong, Indonésia, Coreia, Espanha, Sri Lanka, Suécia e EUA. O Grupo três por Chile, Dinamarca, Índia, Itália, Japão, Malásia, México, Nova Zelândia, Suíça e Reino Unido.

Figura 1 – Os Três Grupos de Países



Para sumarizar, apresentamos as tabelas de resultados apenas para o primeiro grupo de países. Esse não é um resultado melhor ou pior. De fato, o resultado para os três grupos é bastante semelhante.

3 O Modelo com Variáveis Macroeconômicas

Utilizando cinco variáveis macroeconômicas, excesso de retorno do portfólio mundial (world), variação de índices cambiais (major e oitp)¹, variação no spread entre a taxa de depósito em Eurodollar e a Treasury Bill (ted) e a variação no preço do petróleo (oil), testamos a significância dos prêmios de risco para

três modelos diferentes. Modelo 1 é um CAPM. O modelo dois inclui também os fatores de risco cambial e o modelo três inclui todas as variáveis macroeconômicas. A ordem de inclusão das variáveis no modelo está relacionada à sua importância na literatura relacionada.

No CAPM (Modelo 1), o excesso de retorno do portfólio mundial é sempre apreçado significativamente. O prêmio varia entre 0,4% a 0,5% ao mês, ou 4,4% a 6,3% ao ano, e é significativa a 1% em todos os grupos, independente do método de estimação. A inclusão de outros fatores de risco, contudo, pode vir a diminuir a significância do excesso de retorno mundial.

Outros fatores, dependendo do modelo e métodos de estimação, podem vir a apresentar prêmios de risco significantes. Contudo, esse não é um resultado robusto e nenhum padrão é observado entre grupos.

Uma análise de erro absoluto de apreçamento mostra que é a estimação utilizando ITNLSUR que apresenta o melhor ajuste para todos os grupos.

Para estimação por GMM também realizamos o teste de sobreidentificação. Não rejeitamos a especificação dos modelos 1, 2 e 3 para nenhum dos grupos de países.

Tabela 1 – Prêmio para os Fatores Macroeconômicos Utilizando o Grupo 1

$$R_i(t) - \lambda_0(t) = \sum_{j=1}^K \beta_{ij} (\lambda_j + f_j(t)) + \varepsilon_i(t)$$

Group one	Method	Model	λ_{world}	λ_{oitp}	λ_{major}	λ_{ted}	λ_{oil}		
ITNLSUR		(1)	0,005 0,001	***					
		(2)	0,006 0,001	***	-0,005 0,003	*	-0,001 0,004		
		(3)	0,006 0,002	***	-0,005 0,003	*	-0,001 0,004	0,000 0,000	-0,001 0,015
GMM		(1)	0,005 0,001	***					
		(2)	0,004 0,001	***	-0,001 0,002		0,012 0,006	**	
		(3)	0,002 0,002		0,001 0,003		0,011 0,006	*	0,000 0,000

Notas: *** 1% significant, **5% significant, *10% significant.

4 O Modelo com Variáveis Estatísticas como Fatores de Risco

Utilizando cinco fatores estatísticos, f_1 , f_2 , f_3 , f_4 e f_5 , construídos a partir da Análise de Componentes Principais, criamos cinco modelos distintos e testamos a significância dos fatores de risco. O primeiro modelo é composto apenas pelo primeiro fator. O segundo modelo contém o primeiro e o segundo fator e assim por diante. Ordenamos a inclusão dos fatores de acordo com a capacidade dos mesmos para explicar a estrutura de covariância dos dados.

No modelo com apenas um fator (Modelo 1), para os três grupos de países, o primeiro fator estatístico sempre possui um prêmio de risco significante. O mesmo varia entre 0,5% a 0,6% ao mês, ou 6,2% a 7,5% ao ano, e é similar ao prêmio para o modelo que considera apenas o excesso de retorno do portfólio mundial como fator de risco. Para os modelos de 2 a 5, a inclusão de mais fatores pode diminuir a significância do primeiro fator estatístico.

Outros fatores, dependendo do modelo e métodos de estimação, podem vir a apresentar prêmios de risco significantes. Contudo, esse não é um resultado robusto e nenhum padrão é observado entre grupos.

Similarmente aos modelos que utilizavam variáveis macroeconômicas com fatores estatísticos é também o ITNLSUR que apresenta o menor erro absoluto de apreçamento. A inclusão de mais fatores tende a melhorar o ajuste do modelo. Contudo, o erro absoluto de apreçamento para os modelos

estimados com fatores estatísticos nunca é menor do que o APE obtido nos modelos que utilizam variáveis macroeconômicas.

Quanto ao teste de sobreidentificação, o cálculo da estatística J usualmente indica a não rejeição da especificação dos modelos.

Tabela 2 – Prêmios para os Fatores Estatísticos Utilizando o Grupo

$$R_i(t) - \lambda_0(t) = \sum_{j=1}^K \beta_{ij} (\lambda_j + f_j(t)) + \varepsilon_i(t)$$

Group one						
Method	Model	λ_{f1}	λ_{f2}	λ_{f3}	λ_{f4}	λ_{f5}
ITNLSUR	(1)	0,005*** 0,001				
	(2)	0,004*** 0,001	0,060 0,043			
	(3)	0,004*** 0,001	0,058 0,050	0,003 0,020		
	(4)	0,004** 0,002	0,057 0,054	0,003 0,031	0,001 0,021	
	(5)	0,005** 0,002	0,040 0,058	0,000 0,031	-0,008 0,024	0,025 0,024
GMM	(1)	0,005*** 0,001				
	(2)	0,004*** 0,001	0,067 0,037	*		
	(3)	0,004*** 0,001	0,068 0,046	0,000 0,019		
	(4)	0,003* 0,002	-0,034 0,068	0,061 0,035	* 0,036 0,021	*
	(5)	0,004* 0,002	0,016 0,061	0,031 0,036	0,015 0,022	0,006 0,019

Notas: *** 1% significant, **5% significant, *10% significant.

5 Conclusão

Com relação a trabalhos anteriores, nossa contribuição foi incluir mercados emergentes e de fronteira, combinados a países desenvolvidos, e estudar as fontes de risco que são consistentemente apreçadas em grupos de economias diversificadas. Prêmios robustos foram observados apenas para excesso de retorno do portfólio mundial, no modelo com fatores macroeconômicos, e para o primeiro fator estatístico, extraído da análise de componentes principais. Os prêmios para o excesso de retorno do portfólio mundial e o primeiro fator estatístico foram próximos a 5% ao ano para ambas as variáveis. Os outros fatores de risco inclusos no nosso modelo, apesar de não serem consistentemente apreçados, ajudaram a reduzir o erro absoluto de apreçamento. O modelo com melhor ajuste em todos os grupos foi o ITNLSUR com fatores macroeconômicos. Contudo, seguindo Hansen, Heaton e Yaron (1994), o pior ajuste da estimação por GMM pode ser atribuído às propriedades ruins dessa metodologia em pequenas amostras.

Referências

- BERNAT, Liana Oliveira. *Arbitrage pricing theory in international markets*. Dissertação (Mestrado). Universidade de São Paulo, 2011. Orientador: Rodrigo De Losso da Silveira Bueno.
- CAMPBELL, J. Y.; LO, A.; MACKINLAY, C. *The econometrics of financial markets*. Princeton: Princeton University Press, 1997.

FAMA, E. F.; MACBETH, J. D. Risk, return, and equilibrium: empirical tests. *The Journal of Political Economy*, v. 81, n. 3. p. 607-636, 1973.

HANSEN, Lars P. Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica*, v. 50, n. 4, p. 1029-1054, 1982.

_____; HEATON, John; YARON, Amir. *Finite sample properties of some alternative GMM estimators*. Cambridge, 1994.

McELROY, Marjorie B.; BURMEISTER, Edwin. Arbitrage pricing theory as a restricted nonlinear multivariate regression model: iterated nonlinear seemingly unrelated regression model. *Journal of Business & Economic Statistics*, v. 6, n. 1, p. 29-42, 1988.

ROSS, Stephen A. The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, v.13, p. 341-360, 1976.

- 1 Major Currence Index é um índice de sete moedas largamente transacionadas com os Estados Unidos. OITP Index é composto por 19 moedas de outros parceiros importantes dos EUA, essencialmente da Ásia e América Latina.

(*) Mestre em Economia IPE/USP e analista de modelagem de crédito do Itaú BBA. (E-mail: liana.bernat@itaubba.com).

O Que Mudou na Interação entre a Política Monetária e a Política Fiscal? Uma Avaliação da Economia Brasileira no Período 2003-2010

VANDERSON AMADEU DA ROCHA (*)

1 Introdução

A coordenação entre as políticas monetária e fiscal é um ponto-chave na elaboração das políticas econômicas, e recentemente essa coordenação tem sido caracterizada por uma padronização em vários países. Quanto à política monetária, o receituário básico consiste na implementação de uma política voltada para a busca da estabilidade de preços e fortalecimento da independência do Banco Central. No que diz respeito à política fiscal, o ponto central é o esforço que o Tesouro Nacional deve realizar para minimizar os custos oriundos do endividamento público. A coordenação destas políticas executadas pelo Banco Central e Tesouro Nacional é capaz de influenciar a taxa de juros, o câmbio e a inflação, o que, por sua vez, interfere consideravelmente sobre a variável financeira do endividamento público.

No controle da inflação, os modelos tradicionais de política monetária consideram que apenas o Banco Central tem influência, através das taxas de juros, sobre os rumos do

nível de preços, e que as variáveis fiscais não exercem nenhum efeito, conforme o estudo de Sargent e Wallace (1981), que indica que a ação dura do Banco Central seria a garantia suficiente da estabilidade dos preços. Na análise monetarista, a determinação do nível de preços seria baseada na Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), onde a inflação seria vista como problema estritamente monetário. O controle do nível de preços ficaria dependente desta forma do poder das autoridades em conter a taxa de crescimento da oferta monetária e de manter a política monetária até alcançarem o objetivo. Outros trabalhos, como o de Sims (1994), Woodford (1995) e Cochrane (2001) destacam a Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP), que ressalta a atuação da política fiscal na trajetória do nível de preço. Os partidários da TFNP questionam a prática baseada na visão monetarista de que o controle inflacionário depende da evolução da oferta monetária, além de acreditarem que a abordagem tradicional subestima a possibilidade de a falha no controle da trajetória da dívida pública ameaçar a estabilidade de

preços. Para a economia brasileira, existem estudos, como o de Fialho e Portugal (2005) e de Gadelha e Divino (2008), que apontam para o regime de dominância monetária, enquanto outras pesquisas demonstram que na interação entre a política fiscal e a política monetária ocorreu o efeito da dominância fiscal em determinados períodos, segundo Tanner e Ramos (2002) e Blanchard (2004).

O objetivo deste artigo é realizar uma análise da interação entre a política fiscal e a monetária no Brasil, durante o período de janeiro de 2003 até dezembro de 2010, para verificar como variáveis fiscais influenciaram a trajetória da taxa Selic, o instrumento do Banco Central do Brasil (BACEN), na busca do controle da inflação. Este artigo está dividido em três seções, além desta introdução. A segunda seção descreve os dados e apresenta os testes para caracterização das séries utilizadas. A terceira seção apresenta a função de reação da política monetária e os resultados econométricos. Por fim, a quarta seção apresenta as principais conclusões do trabalho.

2 Dados

Serão utilizados dados mensais de séries relacionadas à economia brasileira no período entre janeiro de 2003 e dezembro de 2010. Para medir o comportamento da política monetária, utiliza-se a taxa nominal de juros de curto prazo, a taxa Selic (SELIC), informada pelo BACEN. O indicador de inflação adotado é o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), que serve como meta da política monetária.

Do lado da política fiscal, a variável usada é a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), série divulgada pelo BACEN, em termos primários, ou seja, não levando em conta o pagamento de

juros, com desvalorização cambial e em porcentagem do Produto Interno Bruto (PIB). A relação dívida/PIB (DIVIDA_PIB), também divulgada pelo BACEN, corresponde à dívida líquida do setor público em porcentagem do PIB.

Para a taxa de câmbio (CAMBIO) foram utilizados os dados do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC/IBGE), que é a medida da competitividade das exportações brasileiras calculada pela média ponderada do índice de paridade do poder de compra dos 16 maiores parceiros comerciais do Brasil. Como *proxy* do risco-país foi usado o índice calculado pelo banco JP Morgan Chase, o EMBI (*Emerging Market Bond Index*), um índice sensível a choques externos e internos, que podem afetar a condução da política econômica no país e a ca-

pacidade da nação em honrar seus compromissos.

Inicialmente são realizados testes de raiz unitária, sendo o primeiro o teste DF-GLS ou ERS, onde para selecionar o número de defasagens, o critério utilizado é o Akaike modificado (MAIC). Seguindo a metodologia não paramétrica dos testes Phillips-Perron, o segundo teste de raiz unitária é Ng e Perron. Ao realizarmos este teste, utilizamos o critério MAIC e, posteriormente, na densidade espectral a função kernel utilizada é a de Parzen, com o *bandwidth* de Newey e West e depois o de Andrews. Todos os testes foram realizados utilizando a constante e com o número de defasagens sugerido pelo critério MAIC e Parzen. Os resultados dos testes de raiz unitária estão na Tabela 1.

Tabela 1 – Testes de Raiz Unitária – Período: Janeiro/2003 – Dezembro/2010

Variáveis	TESTES DE RAIZ UNITÁRIA			
	DF-GLS (MAIC)	NG PERRON (MAIC)	NG PERRON (Kernel:PARZEN Bandwidth: NEWEY-WEST)	NG PERRON (Kernel:PARZEN Bandwidth: ANDREWS)
SELIC	-0,1587 ^	0,6215 ^	-33,3175 ***	-24,0259 ***
IPCA	0,1174 ^	-0,0008 ^	-2,8894 ^	-9,7841 **
DÍVIDA/PIB	-2,6789 ***	-5,9448 *	-35,6200 ***	-35,4285 ***
NFSP	-1,7056 *	-5,7182 *	-37,1830 ***	-37,8059 ***
CÂMBIO	-0,9828 ^	-0,9049 ^	-19,7312 ***	-18,8131 ***
EMBI	-5,1721 ***	-24,3205 ***	-35,2006 ***	-37,5347 ***

Notas: *** Série estacionária na primeira diferença a 1% de significância.

^ Série não estacionária

** Série estacionária na primeira diferença a 5% de significância

* Série estacionária na primeira diferença a 10% de significância

Fonte: Elaboração Própria.

No nível, identificamos a presença de raiz unitária em todas as séries. Apenas as séries da relação dívida/PIB, da NFSP e do EMBI parecem que são estacionárias de acordo com todos os testes após a primeira diferença. As séries da Selic e do câmbio ficam estacionárias após a primeira diferença, nos testes Ng e Perron, com a função kernel de Parzen, já a série do IPCA fica estacionária no teste de Ng e Perron, com a função kernel de Parzen, com o bandwidth de Andrews. Os resultados de ausência de estacionariedade das séries também são verificados quando é avaliada a segunda diferença com apenas a constante e nas situações com a presença de constante e tendência, no nível e na primeira e segunda diferença.

3 Função de Reação da Política Monetária

Para analisar as interações entre a política monetária e a fiscal serão estimadas equações para os seguintes períodos: jan/2003-dez/2010; jan/2003-dez/2006 e jan/2007-dez/2010, com o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Para melhor avaliar a evolução do valor e da significância do coeficiente de reação da política monetária à fiscal realizamos regressões em janelas móveis.

Sendo a taxa Selic o principal instrumento do BACEN para controlar a inflação, pretendemos verificar qual o impacto de outras variáveis econômicas na determinação do valor e significância desse instrumento. Considerando como instrumento e a meta da política fiscal executada pelo Tesouro Nacional, respectivamente, o superávit primário e a relação dívida/PIB, obteremos os coeficientes para verificar qual foi a influência da

política fiscal nas decisões da autoridade monetária, no momento de escolha do valor da taxa Selic.

Com o método das janelas móveis, o objetivo é tentar capturar a variação dinâmica dos principais componentes na determinação da taxa Selic. Esse método consiste em fazer regressões em subamostras (utilizando o MQO) sempre com o mesmo número de observações, que se deslocam ao longo da amostra completa. Se considerarmos que existe variação no tempo dos parâmetros das políticas monetária e fiscal, podemos esperar resultados de um modelo de estimativa dinâmica melhor do que um de estimativa estática. O método possibilita observar a trajetória do valor dos coeficientes e dos p-valores das variáveis da equação base.

A seguir, examinaremos os resultados obtidos com as regressões, utilizando o processo de MQO, onde todas as séries estão diferenciadas. Apresentamos a seguir a equação básica para todo período, onde ε é o termo do erro. Conforme observado por Zoli (2005), esta especificação pode auxiliar a entender a relação entre as variáveis da política fiscal e monetária, apesar de não derivar de nenhum modelo teórico.

$$\begin{aligned} \text{SELIC}_t = & \alpha + \beta_1 \text{SELIC}_{t-1} + \beta_2 \text{IPCA}_{t-1} \\ & + \beta_3 \text{NFSP}_{t-1} + \beta_4 \text{DIVIDA_PIB}_{t-1} \\ & + \beta_5 \text{CAMBIO}_{t-1} + \beta_6 \text{EMBI}_{t-1} \\ & + \beta_7 \text{DUMMY CRISE EUA} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (1)$$

A Tabela 2 apresenta os resultados das estimações, sendo os gráficos com os resíduos das três regressões mostrados no apêndice.

Tabela 2 – Resultados das Estimções com MQO

Variável	Jan/2003-Dez/2010		Jan/2003-Dez/2006		Jan/2007-Dez/2010	
	Coefficiente	Desvio-padrão	Coefficiente	Desvio-padrão	Coefficiente	Desvio-padrão
SELIC	0,5802 ***	0,0887	0,3485 **	0,1566	0,0351	0,1856
IPCA	-0,0644	0,0511	-0,0923	0,0702	-0,1275 *	0,0704
NFSP	-0,0825 ***	0,0278	-0,2432 **	0,1166	-0,1456 ***	0,0302
DIVIDA_PIB	0,0086 **	0,0060	0,0032	0,0226	-0,0149 *	0,0082
EMBI	0,0005 **	0,0002	0,0009 ***	0,0002	-0,0009 **	0,0004
CAMBIO	-0,0028	0,0023	-0,0069	0,0047	0,0056	0,0038
CRISE EUA	-0,0136	0,0524	-	-	0,0768 *	0,0418
CONSTANTE	-0,0866	0,2349	0,2310	1,0556	0,8286 **	0,3838

Obs: Significante a 1% *** 5% ** 10% *.

Fonte: Elaboração Própria.

Para toda a época jan/2003-dez/2010, o maior impacto positivo sobre a taxa Selic foi da taxa Selic do período anterior. Além da taxa de juros defasada, apenas o coeficiente da NFSP foi significativo e negativo sobre a trajetória da Selic, enquanto a relação dívida/PIB apresentou um coeficiente significativo. Quando é analisado o período jan/2003-dez/2006, os resultados apontam para uma queda de quase 40% no valor do coeficiente da taxa Selic da regressão anterior, ao passo que o coeficiente do NFSP tem seu impacto negativo três vezes superior ao observado na primeira regressão.

No último período, jan/2007-dez/2010, a taxa Selic passada não apresenta coeficiente significativo, enquanto o resultado da NFSP aponta para um coeficiente negativo e significativo a 1 % e com um valor de -0,1456.

Pela primeira vez o IPCA apresenta coeficiente negativo e significativo com o maior valor nos três períodos analisados e o coeficiente da relação dívida/PIB também se torna negativo e significativo. O coeficiente da *dummy* para a crise do EUA, iniciada em setembro de 2008, possui valor positivo de 0,076 e significativo a 10%.

Em seguida, adota-se o método de janelas móveis, no qual com a mesma equação básica usada no MQO estimamos regressões utilizando sempre 48 observações (exceto a primeira, que tem 47 observações) a cada nova regressão e acrescentando um mês no período inicial e final. Com as janelas móveis estimamos um total de 49 equações, sem nenhuma *dummy*, utilizando para verificar os impactos na taxa Selic apenas as variáveis presentes na equação 1 com uma defasagem e diferenciadas. No anexo estatístico está a Tabela A.1 com a relação de equações e respectivo período.

Figura 1 - Comportamento do Coeficiente e p-Valor da Taxa Selic

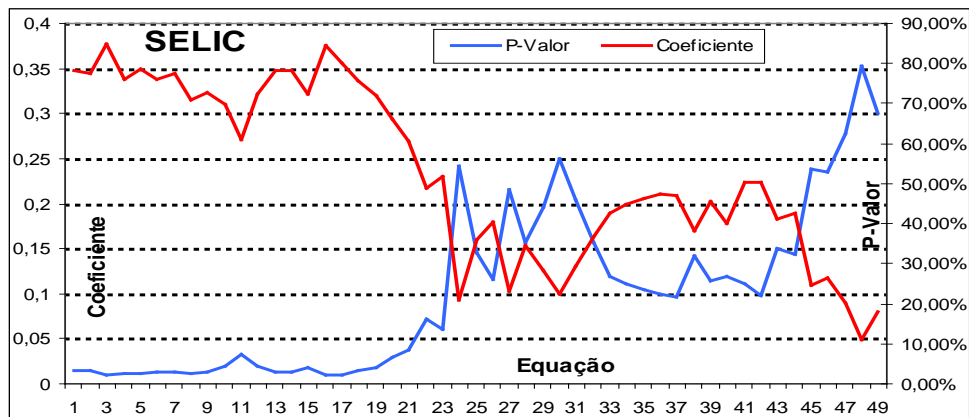


Figura 2 - Comportamento do Coeficiente e p-Valor do IPCA

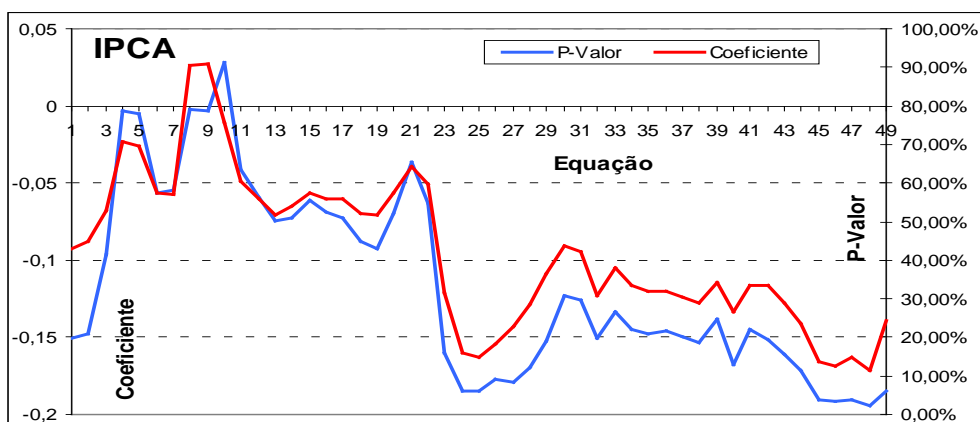


Figura 3 - Comportamento do Coeficiente e p-Valor da NFSP

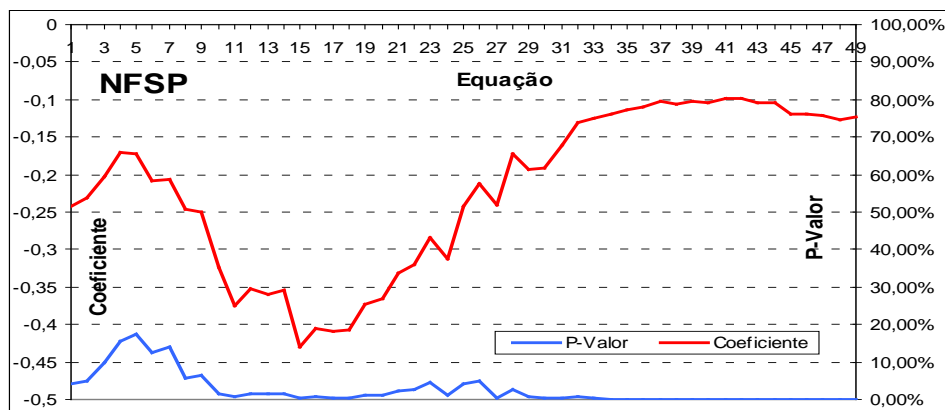


Figura 4 - Comportamento do Coeficiente e p-Valor da Relação Dívida/PIB

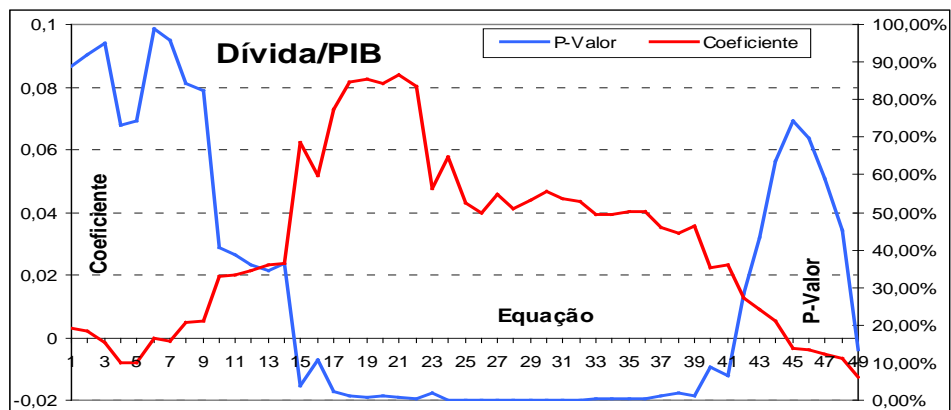


Figura 5 - Comportamento do Coeficiente e p-valor do Câmbio

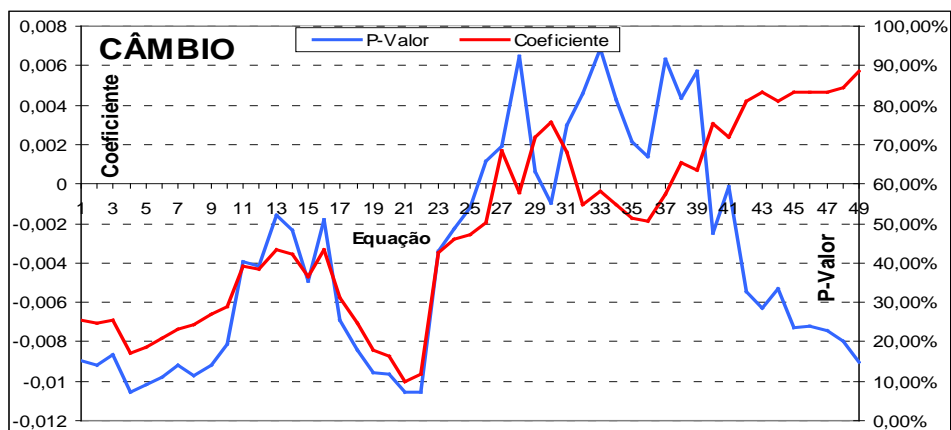
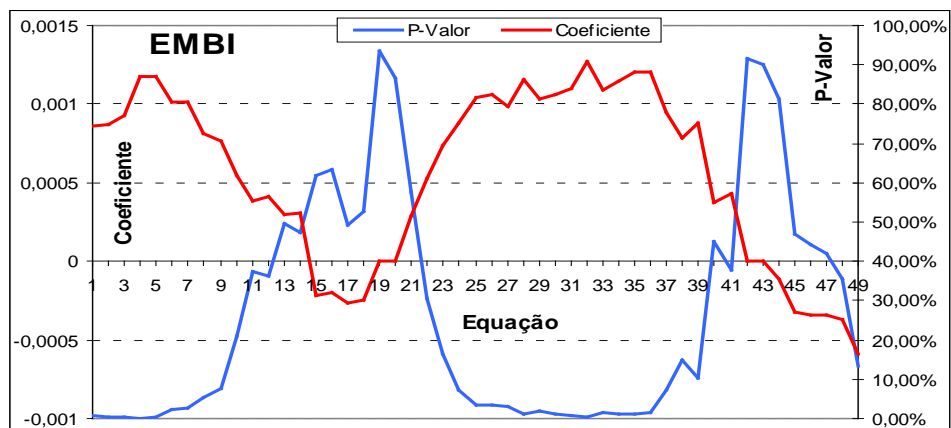


Figura 6 - Comportamento do Coeficiente e p-valor do EMBI



Observa-se que, durante todo o período, o coeficiente da taxa Selic sempre fica positivo e que este deixa de ser significativa a partir da equação de número 22, que compreende o período de out/2004-set/2008. O IPCA possui coeficiente negativo em grande parte da época analisada e se mostra estatisticamente significativa para os períodos dez/2004-fev/2009 (24ª à 27ª equação) e set/2006-dez/2010 (45ª à 49ª equação). Com relação ao superávit primário, o coeficiente é negativo durante todo o período e deixa de ser significativa durante abr/2003-jun/2007 (4ª à 7ª equação).

A outra variável da política fiscal, a relação dívida/PIB, apresenta coeficiente com valor positivo em grande parte da época e significativa entre mar/2004-abr/2010 (17ª à 41ª equação). Podemos observar que na época analisada, a taxa Selic defasada foi a que mais contribuiu para a elevação da taxa Selic no futuro, até no período antes da crise nos EUA. Posteriormente a relação dívida/PIB assume esse papel, porém sem um impacto tão alto, enquanto o superávit primário exerce um efeito negativo que, com o passar do tempo, perde força.

Observando a figura para a taxa de câmbio é possível verificar que o valor do coeficiente cresce ao longo do tempo e que aparece como estatisticamente não significativa na maioria das equações. O coeficiente do EMBI, por outro lado, mostra-se

positivo na maior parte do tempo e apresenta significância estatística em dois períodos diferentes, entre jan/2003-set/2007 (1ª à 9ª equação) e mar/2004-fev/2010 (15ª à 39ª equação).

4 Conclusão

No presente estudo objetivamos compreender como e em quais momentos, entre janeiro de 2003 e dezembro de 2010, os componentes da política monetária e fiscal influenciaram a taxa Selic, o principal instrumento do BACEN para controlar a inflação.

Os resultados com a metodologia de MQO indicam que para a regressão que abrange todo o período, as variáveis da política fiscal obtiveram coeficientes significativos, sendo negativo para o NFSP e positivo para a relação dívida/PIB, enquanto o coeficiente da taxa Selic foi positivo e significativo. A análise para o período jan/2003-dez/2006 indica que, em relação aos resultados para todo o período, o superávit primário possui um coeficiente com maior valor negativo e significativo e ocorre uma redução no valor do coeficiente da taxa Selic. No segundo mandato o coeficiente da taxa Selic deixa de ser significativo, ao passo que os coeficientes do IPCA, NFSP e relação dívida/PIB apresentam significância e valores negativos. Nessa regressão, o coeficiente da *dummy* para a crise dos EUA possui coeficiente significativo

e com valor positivo na determinação da taxa Selic.

Com o método de janelas móveis, obtivemos resultados em que a relação dívida/PIB durante o período de março de 2004 a abril de 2010 apresentou coeficiente positivo e significativo, enquanto o superávit primário obteve coeficiente negativo e significativo no decorrer de quase toda a época analisada. Quando a observação do mês de setembro de 2008 entra na regressão, o coeficiente de taxa Selic perde significância e prossegue positivo. O IPCA possui coeficiente negativo e significativo em dois períodos distintos, e no último, ao incluir a observação de ago/2010, o IPCA apresenta uma maior sequência de coeficientes significativos.

No momento em que alguma das variáveis de política fiscal está com o coeficiente positivo e significativo, isso indica que a política fiscal contribuiu na elevação da taxa Selic para que assim houvesse controle no nível de preços na economia. O fato de a política fiscal exercer influência sobre a trajetória do nível de preços em alguns períodos na economia brasileira vai de encontro com a TFNP.

Referências

BLANCHARD, O. Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil. *NBER Working Paper* n. 10389, 2004.

COCHRANE, J. Long-Term debt and optimal policy in the fiscal theory of the price level. *Econometrica*, v. 69, n.1, 2001.

FIALHO, M. M.; PORTUGAL, M. S. Monetary and fiscal policy interactions in Brazil: an application of the fiscal theory of the price level. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 35, n. 2, p. 657-685, 2005.

GADELHA, S.R.B.; DIVINO, J.A. Dominância fiscal ou dominância monetária no Brasil? Uma análise de causalidade. *Economia Aplicada*, v.12, n. 4. 2008.

SARGENT, T.J.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, v.5, p. 1/17, 1981.

SIMS, C. A. A simple model for study of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy. *Economic Theory*, v. 4, n. 3, p. 381-399, 1994.

TANNER, E.; RAMOS, A.M.; Fiscal sustainability and monetary versus fiscal dominance: evidence from Brazil, 1991-2000. *IMF Working Paper*, n. 02/5, 2002.

WOODFORD, M. Price level determinacy without control of a monetary aggregate. *NBER Working Paper*, n. 5204, 1995.

ZOLI, E. How does fiscal policy affect monetary in emerging market countries? *BIS Working Papers*, n. 174, 2005.

Apêndice A

Figura A.1 – Resíduos da Regressão: jan/2003-dez/2010

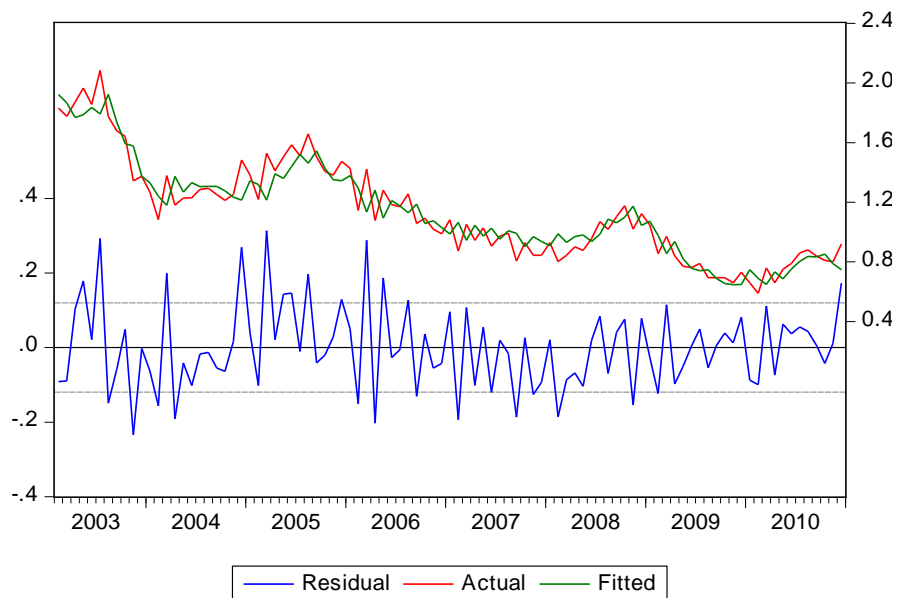


Figura A.2 – Resíduos da Regressão: jan/2003-dez/2006

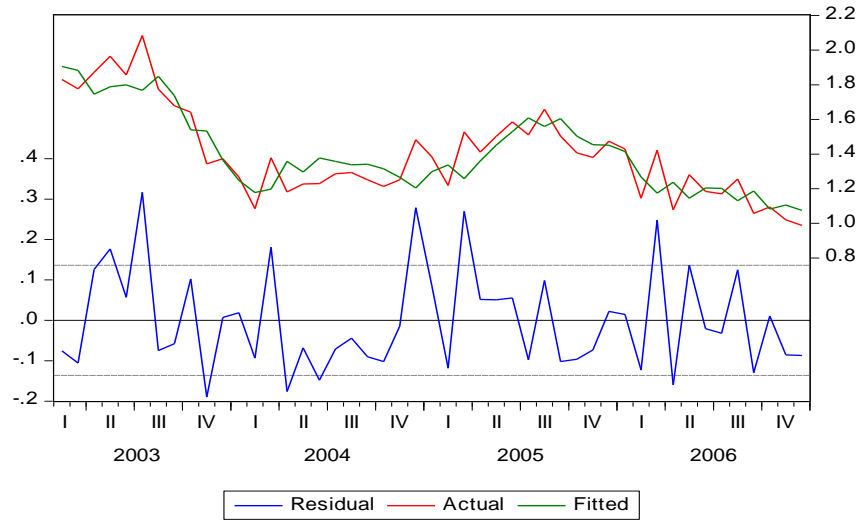


Figura A.3 – Resíduos da Regressão: jan/2007-dez/2010

