

Efeito Contágio: Reflexões sobre seu conceito à luz dos canais de transmissão

Resumo

Este ensaio tem por objetivo, tecer discussões sobre efeito contágio, no que concerne as delimitações ainda não resolvidas sobre seu significado, propondo reflexões a seu respeito dadas algumas características advindas dos canais de transmissão e dos conceitos e correntes já expostos por tal literatura, evidenciando, ainda, suas limitações. Além disso, propõe-se uma adequação do termo efeito contágio e risco de efeito contágio que, dependendo de como se originam podem apresentar-se de forma distinta, mostrando que ao longo de um processo, fatores advindos não só da economia, mas também da contabilidade, por exemplo, não deveriam ser passíveis de exclusão. Nas considerações finais foram evidenciados que existe, de fato, divergências no que tange ao conceito proposto para o termo efeito contágio. Ao mesmo tempo, foi constatada uma concentração na apreciação dos canais de transmissão sob a ótica macroeconômica, resultando conseqüentemente numa análise ocorrida essencialmente entre países. O que não seria prudente considerar esses aspectos como absolutos. A contribuição concentra-se na adequação do termo efeito contágio e na inserção de outros canais de transmissão, incluindo o ambiente microeconômico.

Palavras chave: Canais de Transmissão; Efeito Contágio; Risco de Efeito contágio.

1. INTRODUÇÃO

Quando o processo de globalização trouxe ao mundo, principalmente a partir da década de 1980, uma profunda integração econômica, social, política e cultural, a economia particular de cada país tornou-se mais sujeita às influências externas. Essa exposição, atrelada ao estreitamento daquelas integrações, é conhecido como “efeito contágio”, iniciado, principalmente, em 1990 (Silva, Murillo, & Couto, 2010).

As interligações entre economias de diversos países, empresariais ou não, em tempos de crise econômica, pode facilitar o que a literatura, de forma geral, denomina de efeito contágio. Todavia, as formas com que esses efeitos são transmitidos ocorrem de diferentes maneiras, sendo cada uma delas com diferentes repercussões. Santos (2010) afirma que o corpo teórico que abrange o efeito contágio consiste na identificação dos canais de transmissão internacional do choque, na avaliação de sua estabilidade durante os períodos de crise e em sua intensidade de transmissão. No entanto, há divergências no que se refere ao conceito de efeito contágio. O corpo teórico que discute tal tema se constitui, particularmente, em delimitações ainda não resolvidas, notadamente no que concerne ao seu significado. Corroborando com essa afirmação, Rigobon (2002) assegura que surpreendentemente, os economistas ainda necessitam definir, de forma mais precisa, o efeito contágio.

Este trabalho, alicerçado em uma pesquisa essencialmente teórica, tem por objetivo, propor reflexões sobre efeito contágio, a partir de algumas características advindas dos canais de transmissão e dos conceitos e correntes já expostos por tal literatura, evidenciando, ainda, suas limitações. Além disso, outro aspecto é a proposta de uma adequação do termo efeito contágio e risco de efeito contágio que, dependendo de como se originam podem se apresentar de forma distinta. A intenção é mostrar que ao longo de uma construção de como se origina o efeito contágio, fatores advindos não só da economia, mas também da contabilidade, por exemplo, não deveriam ser excluídos. O ensaio torna-se instigante, pois além de revelar essas lacunas, trata-se de um tema atual, haja vista que não só o Brasil, mas a economia global, tenta entender as consequências negativas geradas a partir da crise em 2008, nos EUA.

Observa-se que há mais de 30 anos, mesmo com a ocorrência de diversas crises econômicas, destacadas pela literatura¹, que marcaram a economia global (crise Mexicana (1994-95), Asiática (1997), Russa (1998) e EUA (2008)), o conceito de efeito contágio ainda apresenta divergências. Aparentemente, a discussão do referido termo é mais evidenciado quando se tem uma nova crise. O problema é que nessa ocasião a preocupação de um dado país está nos meios operacionais que tentam minimizar o seu efeito entre as economias.

De fato, existe uma preocupação para minimizar o efeito contágio em uma dada economia, em tempos de crise, porém, suas causas e sua origem certamente não ocorrem quando eclode uma crise. Os fatores que contribuem podem não vir, apenas, de choques macroeconômicos (isso não implica que esses fatores sejam passíveis de exclusão. Nem são.), ou mesmo de um fato gerador essencialmente negativo. É o caso, por exemplo, do estudo feito por Khotari e Lester (2012), no qual identificaram que fatores como o surgimento de instrumentos derivados de obrigações de dívidas colaterais e práticas bancárias questionáveis, associados a gestão de incentivos e normas contábeis a valor justo (má execução e aplicação das regras contábeis a essa norma), também tiveram contribuições para a crise dos *Subprime* que eclodiu em 2008, nos EUA.

É preciso deixar claro que o assunto tratado aqui é extremamente complexo, haja vista que diversos fatores (não só macroeconômicos) merecem atenção. É o caso, por exemplo, de fatores advindos da contabilidade que são comumente estudados em finanças, e que ainda não são bem explorados nessa área de efeito contágio, mas que podem revelar grandes fontes de canais de transmissão.

A complexidade desse tema, é destacada pois, além da incompletude de sua teoria, não se tem um padrão de fatos ocorridos que possam ser utilizados para eventuais crises futuras, de modo a minimizar seus efeitos entre as economias. O ideal seria conhecer todos os canais de transmissão passíveis de gerar risco de efeito contágio, assim como delimitar o comportamento de todas as economias frente as adversidades. Mas como se trata de ciências sociais e essa inclui aspectos

¹ Por exemplo, Rigobon (2002). EUA (2008), inclusão da autora.

econômicos, sociais, culturais, religiosos, entre outros, simultaneamente, interagindo entre si, alguns de forma mais ou menos impactantes, é difícil estabelecer exatamente um padrão de comportamento diante daquelas desventuras.

Assim, perante o que foi exposto, este trabalho está dividido em quatro seções, além da introdução. A primeira seção apresenta as características do efeito contágio, por meio dos canais de transmissão. Na segunda seção é exibida uma análise sobre os diversos conceitos acometidos pela literatura quanto ao seu significado. Na terceira seção, foi feita uma reflexão sobre o efeito contágio, mostrando que ao longo de uma construção de como esse se origina, diferenças entre efeito contágio e risco de efeito contágio surgem. Tal seção ainda induz o leitor a refletir sobre os conceitos já trazidos pela literatura. Na quarta e última seção estão expostas as considerações finais.

2. UMA COMPREENSÃO POR MEIO DAS CARACTERÍSTICAS DOS CANAIS DE TRANSMISSÃO

Por não existir uma teoria consolidada sobre efeito contágio, devido às divergências que ainda são vistas na literatura sobre seu conceito e sobre os canais de transmissão, caracteriza-lo torna-se complexo. De forma geral, as duas características que predominam é o fato de estar sempre associado a momentos de crise e ser representado como algo que impacta negativamente uma dada economia, ao ponto de causar alterações significativas. Essa afirmativa pode ser verificada à medida que a leitura do texto for ocorrendo.

Duas ressalvas são importantes para compreender a forma como o texto está estruturado. A primeira, é que nesta sessão os autores e seus estudos estão dispostos de forma cronológica, buscando capturar as evoluções ocorridas sobre o termo efeito contágio, no que tange as suas características. A segunda, buscou-se dar preferência, principalmente, aos textos mais tradicionais existentes na literatura. Por isso essa seção inicia-se com textos de quase duas décadas.

Inicialmente, os estudos nem sempre distinguiram o efeito contágio do que a economia internacional considera como interdependência (interligação natural existente entre países, pessoas, etc.) já que o principal objetivo era desvendar os canais através dos quais choques negativos se propagavam (Pericolli & Sbracia, 2003).

Calvo e Reinhart (1996) apud Dornbusch, Park e Claessens (2000, p. 179), afirmam que:

“Esta interdependência significa que os choques, seja de natureza global ou local, podem ser transmitidos entre os países por causa de suas ligações reais e financeiras. Estas formas de co-movimentos não constituem normalmente contágio, mas se ocorrerem durante um período de crise e o seu efeito for adverso, eles podem ser expressos como contágio”.

Vale ressaltar que para Masson (1998) essa interdependência é chamada de *spillovers*, em vez de efeito contágio, pois resulta exatamente da interdependência entre os próprios países em desenvolvimento.

Eichengreen, Rose e Wyplosz (1997) apud Masson (1998), utilizando dados de 20 países industriais, entre 1959 e 1993, demonstraram que a ocorrência de crise em um país, aumenta a probabilidade de ocorrência de uma crise em outro lugar, após verificar um conjunto padrão de fundamentos macroeconômicos. Eles também tentaram identificar quais características dos países explicavam tal efeito contágio. Observaram que são os vínculos comerciais que têm o maior poder explicativo, ao invés das semelhanças nos fundamentos macroeconômicos.

Kaminsky e Reinhart (1998) se preocuparam em examinar empiricamente os canais através dos quais os distúrbios são transmitidos. Encontraram evidências mostrando que, em primeiro lugar, como outros estudos têm sugerido, o efeito contágio é mais regional do que global. Segundo os referidos autores, a sensibilidade para o efeito contágio é altamente não linear, isto é, caso haja, por exemplo, uma crise em um determinado país, os países ao seu redor não necessariamente passarão

por crises também. Em terceiro lugar, a equivalência observacional é um sério obstáculo para a compreensão dos canais de transmissão. Isso significa que não se tem certeza da origem do efeito contágio quando um país tem relações com outro (s), sejam elas comerciais e/ou financeiras. Isto é, esses canais não são passíveis de serem distinguidos em momentos de crise, não sendo possível verificar por qual canal de propagação ocorre, de fato, o efeito contágio. Por último, as ligações financeiras se mostraram um forte canal de transmissão observado principalmente nas crises da Argentina após a crise do México; e na Indonésia após a crise da Tailândia. É importante destacar que Kaminsky e Reinhart (1998) não descartam a possibilidade do credor comum, dos canais de liquidez, dos fundos mútuos e de *hedge*, serem, também, possíveis canais de transmissão do efeito contágio.

Dornbusch, Park e Claessens (2000) trazem dois conjuntos de fatores que formam os possíveis canais de transmissão para explicar o efeito contágio. São eles: causas fundamentais (choques comuns, relações comerciais e de desvalorizações competitivas e ligações financeiras); e comportamento dos investidores (problemas de liquidez e de incentivo, informação assimétrica e problema de coordenação, múltiplos equilíbrios² e mudanças nas regras do jogo).

Por sua vez, Rigobon (2002) apresenta os canais de transmissão que comumente explicam o efeito contágio. Segundo o autor existem quatro principais canais, sendo eles:

- a) Fundamentos de base: a ideia geral é que as ligações entre países existem, visto que os fundamentos econômicos destes afetam uns aos outros. São os chamados *links* reais entre as economias (relações comerciais bilaterais; políticas macroeconômicas monetárias e fiscais, dentre outros);
- b) Ligações Financeiras: nesta abordagem os choques podem ser transmitidos para as economias através de dois canais financeiros: (1) regulação bancária e a existência de um credor comum; e (2) resultado do risco moral, tais como garantias implícitas;
- c) Comportamento dos investidores: inclui as crenças e expectativas dos agentes econômicos, baseadas nas teorias: dos múltiplos equilíbrios, efeito manada e da aprendizagem.

A teoria dos múltiplos equilíbrios considera o comportamento dos investidores em duas situações: (1) quando uma economia está em um bom equilíbrio; e (2) quando uma economia está em um equilíbrio ruim. No bom equilíbrio, os investidores mantêm ou elevam seus investimentos; no equilíbrio ruim, recuam seus investimentos não apenas no país em que a economia está em equilíbrio ruim, mas em outros países também. Neste modelo, os investidores utilizam a crise em um país como um sinal para uma mudança de comportamento em relação aos investimentos em outros países. A propagação ocorre porque uma crise em um país gera expectativas ruins, dos investidores, para outras economias. Assim, as crises acontecem quase simultaneamente, mesmo que as economias sejam completamente alheias.

A teoria do efeito manada ocorre quando o investidor age conforme o comportamento de outro investidor. Assim, os indivíduos podem fazer as escolhas erradas porque as ações que observam não revelam totalmente as informações privadas de outros indivíduos.

² Ver Masson, 1999.

Por fim, pela teoria da aprendizagem os investidores consideram as lições aprendidas em um país para tomar decisões de investimento em outros países com estruturas e políticas macroeconômicas semelhantes.

d) Ligações de Liquidez: incluem, por exemplo, os chamados *margin call*.

De modo geral, *margin call* ocorre quando um corretor pede ao seu investidor que coloque mais capital em sua conta de investimento (pedido de garantias adicionais), de modo a garantir uma margem mínima de manutenção. Esta pode ser feita através de um depósito (mais dinheiro ou títulos) ou através de vendas de posições existentes, de forma a diminuir a sua alavancagem.

Observe que tanto o trabalho de Dornbusch, et. al (2000), quanto o de Rigobon (2002), apresentam, similarmente, os mesmos canais de transmissão de um efeito contágio. Para a construção de um novo conceito ou mesmo de uma futura teoria consolidada, esse aspecto é fundamentalmente positivo.

Ainda segundo Pericolli e Sbracia (2003), o canal de transmissão mais claro é o comércio de bens e serviços, apesar dos mercados financeiros e os intermediários financeiros desempenharem um papel importante na propagação de choques entre as regiões. Complementam os autores que, se uma crise em um mercado induz uma mudança significativa na carteira de estratégias de investidores financeiros, esta mudança também pode afetar a precificação de ativos em mercados que, em muitos aspectos, está distante daquele em que a crise se originou.

Outro aspecto que deve ser levado em consideração ao analisar o efeito contágio entre as economias de mercado, seja de forma global ou local, são as características inerentes a cada país ou a setores econômicos, a julgar por diferenças institucionais, regulatórias, culturais, dentre outras. Santos (2010) complementa essa ideia, afirmando que diferentes arquiteturas financeira-internacionais de cada país, seus diferentes arranjos institucionais e a própria complexidade das crises financeiras, dificultam a construção de um corpo teórico consolidado e de modelos para explicar o fenômeno do efeito contágio.

Especificamente nos mercados emergentes, como afirma Gupta (2012), fatores como fundamentos econômicos e políticos podem explicar a existência do efeito contágio entre os mercados de dívida emergentes. Isso porque, por exemplo, a falta de reservas de moeda estrangeira em uma economia emergente, envia um sinal para outros mercados em desenvolvimento que podem enfrentar um problema semelhante. Já sob a ótica política, se o governo de uma economia emergente decide aumentar a possibilidade de inadimplência, isso pode induzir outras economias emergentes a considerar o custo e os benefícios de *default* ou reestruturação mais seriamente.

Assim como os canais de transmissão que ainda apresentam características divergentes (vistos até aqui) para a formação de um conceito sobre efeito contágio, tal conceito também não apresenta um consenso diante dos relatos expostos pela literatura.

Em verdade, esse leque de opção de possíveis canais de transmissão, torna-se naturalmente amplo quando se pensa que o efeito contágio, ao gerar consequências negativas, pode ser caracterizado como sendo mais um risco inerente aos agentes econômicos e ao ambiente econômico, de forma geral. Pensando assim, sugere-se que se risco existe por toda parte, onde tem risco, tem chance de risco de efeito contágio. Tal pensamento leva a crer então, que todos os canais de transmissão citados nesta seção tendem a ser complementares e não divergentes. Além disso, não poderiam ser associados a algo que gere sempre resultados negativos. Isto implica que há uma diferença entre os termos risco de efeito contágio e efeito contágio. Tal reflexão está posta na terceira seção.

3. EFEITO CONTÁGIO: ANÁLISE DOS SEUS DIVERSOS CONCEITOS

Desde que os países, caracterizados por economias emergentes ou mesmo desenvolvidas, tornaram suas interligações mais explícitas, o efeito contágio tornou-se mais evidenciado.

Como há uma diversidade e, atrelado a isso, uma falta de concordância de como é conceituado o efeito contágio, é válido rever alguns conceitos expostos pela literatura com suas respectivas análises. Cabe ressaltar que a falta de um consenso sobre o conceito, também foi relatado por Pericolli e Sbracia (2003), onde asseguram que na literatura, há uma quantidade considerável de ambiguidade quanto à definição de contágio: não existe nenhum procedimento teórico ou empírico de identificação em que os autores concordam.

Inicialmente, King e Wadhvani (1990) afirmaram que para a existência de um efeito contágio, a intuição é que, se há uma alteração na força da propagação de choques durante um período de agitação em relação a um período de tranquilidade, então essa mudança é considerada efeito contágio. Esse é um conceito que sugere uma limitação, haja vista que a condição de alteração na força da propagação de choques, durante períodos de turbulências em relação a um período de tranquilidade, condiz com uma condição necessária, mas não suficiente para conceitua-lo.

É certo que em momentos de estabilidade econômica, os agentes econômicos tornam-se mais confiantes, refletindo positivamente na economia. Todavia, uma economia está sujeita, naturalmente, a fatores externos que podem gerar momentos de incertezas. Isto é, mesmo que a economia de um país apresente resultados satisfatórios de estabilidade, nada garante que choques externos não afetem sua harmonia. Dadas as inter-relações existentes entre países, o natural é que sejam afetadas de uma forma ou de outra. Assim, questionamentos do tipo: Quão grande deve ser o choque numa dada economia, ao ponto de desencadear uma crise em outras economias? O tamanho do choque, dificilmente será representado por uma medida exata, entretanto este tipo de conceito sugere o uso de testes que analisam empiricamente o efeito contágio através do coeficiente de correlação, sugerindo que um aumento desse pode ser um indicativo daquele.

Rigobon (2002) complementa afirmando que o conceito trazido por King e Wadhvani (1990), acaba sendo aplicável apenas em sua forma transitiva, isto é, alterações nos choques de propagação afetam as economias, que por sua vez tendem a gerar o efeito contágio. Mas será que a falta de uma mudança na força de propagação indica que o efeito contágio não existe? Isto é, o fato de não haver choques de oferta e demanda, por exemplo, garantem a inexistência do contágio? Segundo o próprio autor, essa resposta não pode ser dada.

Outro conceito de efeito contágio que pode ser evidenciado é o de Eichengreen *et. al.* (1996), onde eles afirmam que tal efeito ocorre quando o conhecimento de uma crise em uma dada economia aumenta a probabilidade de risco em outros mercados. Nesse conceito, novos termos são introduzidos, como é o caso de “crise” e de “probabilidade”. O que antes era chamado pelos autores King e Wadhvani (1990) de períodos de agitação, Eichengreen *et. al.* (1996), usam o termo crise. Fazendo uma reflexão, pode-se inferir que toda crise é caracterizada como um período de agitação, mas este nem sempre resulta numa crise e, necessariamente, em um efeito contágio.

Segundo Rigobon (2002) prova disso foi o que ocorreu no Brasil, em 1998, onde sofreu um ataque especulativo, que gerou uma evasão de moeda estrangeira do país, resultando num aumento considerável da taxa de juros (mecanismo esse necessário para atrair novos investidores estrangeiros). Além disso, logo em seguida, em 1999, o Brasil passou a adotar o regime de câmbio flutuante, fazendo com que, segundo Farhi (2001) os agentes passassem a

esperar uma desvalorização da taxa de câmbio por fatores internos e/ou externos, como consequência da deterioração das expectativas de parte importante dos agentes sobre a possibilidade de manutenção do regime cambial ou de uma moeda.

Mas, diante desses fatos, tanto o mercado Latino Americano, quanto os países pertencentes à Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Econômico (OCDE), sofreram impactos de curtíssimo prazo, resultando numa falta de efeito contágio, de acordo com Rigobon (2002).

Já o termo probabilidade parece ser adequado ao conceito de efeito contágio quando questões do tipo “Em que momento esse tipo de efeito ocorre? ”, “Quais choques os produzem? ”, não parecem ter respostas definitivas e imediatas. É certo que a pergunta referente ao momento em que ocorre o efeito contágio é bastante difícil de ser respondida, haja vista que uma dada economia é tomada por um conjunto de fatores socioeconômicos que interagem, simultaneamente, num complexo sistema comandado pelas forças de oferta e demanda. Por outro lado, o fato das respostas para aquelas perguntas não se mostrarem consolidadas e nem possam ser dadas de forma imediata, não se pode tornar irrelevante qualquer canal de transmissão que possa vir resultar em efeito contágio.

Outra forma de conceituar efeito contágio foi trazido por Dornbusch et. al (2000), no qual afirmam que esse efeito se refere à propagação de perturbações no mercado, principalmente o lado negativo de um país para o outro, sendo observado através de comovimentos nas taxas de câmbio, nos preços das ações, nos *spreads* soberanos e nos fluxos de capital.

Na primeira parte do conceito, os autores conceituam o efeito contágio de forma genérica. Num primeiro momento, o termo “perturbações no mercado”, parece se adequar aquele conceito, pois ao utilizar a palavra “mercado”, isto não limita ou não converge à análise apenas entre países, mas sim para qualquer esfera de relação entre, no mínimo, duas partes, sejam: países, setores, regiões, etc.

No entanto, num segundo momento do conceito, ao expor os fatores que contribuem para esse, o leitor pode ser levado a refletir sobre os demais fatores existentes que a própria literatura expõe, sugerindo uma limitação na utilização dos fatores que contribuem para o efeito contágio. Isto porque diante das principais correntes (representadas pelos canais de transmissão) existentes sobre tal assunto, mesmo sendo fatores necessários, não é prudente afirmar que apenas esses fatores (taxas de câmbio, preços das ações, *spreads* soberanos e fluxos de capital) sejam suficientes para explicar o efeito contágio. E a liquidez? E o comportamento dos investidores?

É importante mencionar que o conceito de efeito contágio não deve carregar a preocupação, num primeiro momento, para qual ramo das finanças deve seguir a discussão. Isto é, independe se trata de finanças corporativas ou finanças comportamentais. Para aquele conceito, essa análise deve ficar imune à decisão de seguir determinado caminho, por entender que essa preocupação só deverá existir, nas futuras pesquisas empíricas, onde o delineamento teórico é necessário. Por isso, para a conceituação não deve haver exclusão de tendências, como foi o caso trazido por Dornbusch et. al (2000), por exemplo.

Outra forma de conceituar o efeito contágio foi exposto por Kyle e Xiong (2001), onde afirmaram que esse efeito é dado como uma rápida transmissão de um mercado a outro, de preços declinantes, diminuição de liquidez, aumento de volatilidade e aumento de correlação. A partir desse conceito, é possível afirmar que traz a mesma limitação na utilização dos fatores, também demonstrado por Dornbusch, et. al (2000). Além disso, sem analisar minuciosamente os termos utilizados nessa proposta, o primeiro questionamento que se faz é:

preços ascendentes, aumento da liquidez, diminuição da volatilidade e da correlação garantem a inexistência do contágio?

Tal questionamento é válido porque a crise sofrida pela Argentina em 1995, por exemplo, foi causada por uma situação externa originada no México em 1994. Nessa época a Argentina desfrutava de bases sólidas macroeconômicas, baixos percentuais de déficit corrente frente ao PIB Argentino, reservas internacionais consideravelmente elevadas, entre outros fatores importantes que davam sustentabilidade a economia do país (Capelletto, 2006). Após esse choque externo, a Argentina sofreu um ataque especulativo que forçou um grande aumento nas taxas de juros domésticas. No final, a produção da Argentina teve queda de quase 4%, correspondendo, em média, a metade do declínio no PIB Mexicano (Rigobon, 2002).

Voltando para o conceito exposto por Kyle e Xiong (2001), no que concerne ao termo “rápida transmissão”, isto parece mais um fator ao qual o ambiente em que o efeito contágio é inserido e propagado, do que uma característica puramente inerente ao próprio termo. Isto é, não é o efeito contágio que faz com que as transmissões se tornem mais rápidas, e sim a própria eficiência de mercado que contribui para isso. Essa associação entre rápida transmissão e efeito contágio, até certo ponto pode fazer sentido, já que a literatura em finanças afirma que notícias negativas tendem a gerar maiores consequências ao mercado do que notícias positivas.

Já o termo volatilidade trazido também por Kyle e Xiong (2001), pode gerar ambiguidade, pois um aumento simultâneo dessa, nos diferentes mercados, pode ser resultado da interdependência natural entre esses mercados ou de uma mudança estrutural que afeta as ligações desses. Tal distinção é relaxada por aquele conceito, que apenas incide sobre a ocorrência de um efeito transbordamento na volatilidade e não sobre as suas causas.

Rigobon (2002) afirma que o conceito de efeito contágio pode ser interpretado simplesmente pela transmissão de choques financeiros através de mercados e países ao redor do mundo. Este conceito vem da seguinte justificativa:

“Não importa quão bom suas contas fiscais são ou como equilibrado o externo olha suas contas, todos os países são afetados, pelo menos até certo ponto, quando uma crise financeira atinge algum lugar em todo o mundo³.” (RIGOBON, 2002, p. 01).

Esta é uma justificativa que limita os canais de transmissão nos quais podem gerar o efeito contágio, o que torna um ponto negativo na construção daquele. E se o fato gerador não for estritamente financeiro? E se for político? Alguns estudiosos, como é o caso de Moller e Vital (2013), defendem que a questão política é um dos canais de transmissão. A justificativa dada foi que o estado, diante de uma situação de turbulência pode decidir por medidas protecionistas a ajudar a indústria nacional. Tal decisão pode gerar “frutos” positivos ou negativos (desencadeando um efeito contágio e/ou risco de efeito contágio e, conseqüentemente, uma crise).

Outro conceito que chamou a atenção foi o exposto por Piantro (2006) onde afirmou que “o efeito contágio é a possibilidade de que a falência de uma instituição financeira afetada por algum choque exógeno gere a falência de outras instituições não afetadas pelo choque

³ “No matter how good their fiscal accounts are or how balanced the external accounts look, all countries are affected, at least to some degree, when a financial crisis hits somewhere across the globe”.

inicialmente ocorrido⁴.” Se o leitor olhar para a crise financeira ocorrida em 2008, nos EUA, diria que esse conceito é adequado. Isto porque a falência do banco de investimento *Lehman Brothers*, após a recusa do *Federal Reserve* (FED) em amparar a instituição, se propagou de forma negativa sobre o estado de confiança dos mercados financeiros.

A deficiência desse conceito está no fato gerador que nem sempre se resume ao setor financeiro. Prova disso são as características advindas dos canais de transmissão vistas na seção 2, onde a própria literatura que trata sobre efeito contágio não restringe o setor financeiro como sendo o único canal de transmissão para explicar tal fenômeno.

Mais recentemente, Gupta (2012) não conceitua o termo efeito contágio, apenas traz alguns conceitos de outros estudiosos. Mas ele destaca o termo “surpresa”, como sendo uma condição necessária para aquele efeito contágio, afirmando que:

“Foi feita uma distinção, em particular, com base na expectativa de uma crise de mercado, entre “crise surpresa” - crises que foram inesperadas pelos participantes do mercado e “crise antecipada” - crises que foram bastante esperadas bem antes delas realmente ocorrerem⁵”.

Muito embora haja pequenas complementações ou mesmo diferentes pontos de vista na construção do conceito sobre efeito contágio pelos estudiosos da área, apresentados aqui, um ponto em comum nesses conceitos é atribuído às crises econômicas que, em fase inicial, podem propagar-se para outros países por meio do aumento das conexões entre os países envolvidos (Rigobon (2001) *apud* Santos, (2010)). Tal afirmativa deveria levar o leitor a refletir sobre o seguinte aspecto: Crise e efeito contágio apresentam necessariamente uma relação transitiva? Pensar que conceitos e medidas de efeito contágio funcionam bem na presença de uma identificação inequívoca da crise financeira, não seria mais prudente?

É importante destacar que não foram esgotados todos os conceitos encontrados, até o momento, na literatura. Apenas se buscou fazer um recorte de alguns deles, com o objetivo de instigar o leitor a pensar num novo conceito para o termo efeito contágio e, simultaneamente conduzi-lo a refletir se existe diferença entre efeito contágio e risco de efeito contágio, de modo que se insiram as características discutidas mediante canais de transmissão, sendo ainda aplicado a todos os fatos em sua extensão. Ou que, pelo menos, chame a atenção para a importância de se definir e distinguir tais termos⁶.

4. PERCEPÇÃO NO PROCESSO DE EFEITO CONTÁGIO E RISCO DE EFEITO CONTÁGIO À LUZ DAS CARACTERÍSTICAS DOS CANAIS DE TRANSMISSÃO

Uma opinião que consiga abarcar, pelo menos, a ideia dos conceitos analisados, somada às características representadas via canais de transmissão, já testadas empiricamente por especialistas da área, leva à reflexão do que de fato é efeito contágio e, conseqüentemente, o que venha a ser risco de efeito contágio.

Antes de entender o processo de efeito contágio é válido pensar que existe diferença entre aqueles dois termos, em sua essência. O efeito contágio, apesar de estar associado

⁴ “The risk of contagion is the possibility that the failure of a financial institution affected by an exogenous shock generates the failure of other institutions not initially affected by the shock”.

⁵ “A distinction has been made, in particular, based on the market expectation of a crisis, between 'surprise crisis'-- crises that were unexpected by the market participants and 'anticipated crisis'-- crises that were fairly expected well before they actually occurred”.

⁶ O termo efeito contágio foi predominantemente utilizado nessa seção, pois se optou por manter a originalidade do mesmo. Mesmo conduzindo o leitor a pensar se existe diferença entre efeito contágio e risco de efeito contágio.

sempre a algo negativo, sugere, na verdade, algo mais amplo, podendo ser originado tanto de fatores positivos, quanto negativos. Num segundo momento, resultando positivamente ou negativamente em um dado ambiente econômico.

O termo risco de efeito contágio se limita, necessariamente, a gerar consequências negativas, já que risco se refere à possibilidade de ocorrência de perdas. E pela literatura são essas as preocupações.

É válido ressaltar que a forma como o risco é definido torna-se importante. Então, optar por não considerar como sinônimo de incerteza é um caminho. Isto porque, segundo Marshall (2002) essa é dada quando algo não pode ser previsto, nem mesmo em um sentido probabilístico. O que não é o caso, tendo em vista que existem na literatura, diversos modelos econométricos que tentam, através da probabilidade, prever a ocorrência de crises, por exemplo.

Mas onde o termo crise se encaixa nesse contexto? Com a existência de uma crise, o efeito contágio torna-se mais fácil de ser percebido, principalmente por gerar consequências negativas, sendo então caracterizado como o risco de efeito contágio. Entretanto, o efeito contágio nem sempre resulta em uma crise, mas toda crise pode apresentar o risco de efeito contágio. Isto é, não existe uma relação necessariamente transitiva entre crise e efeito contágio, mas pode existir entre crise e risco de efeito contágio. Isso é ser visto pelo processo de propagação representado na figura 1.

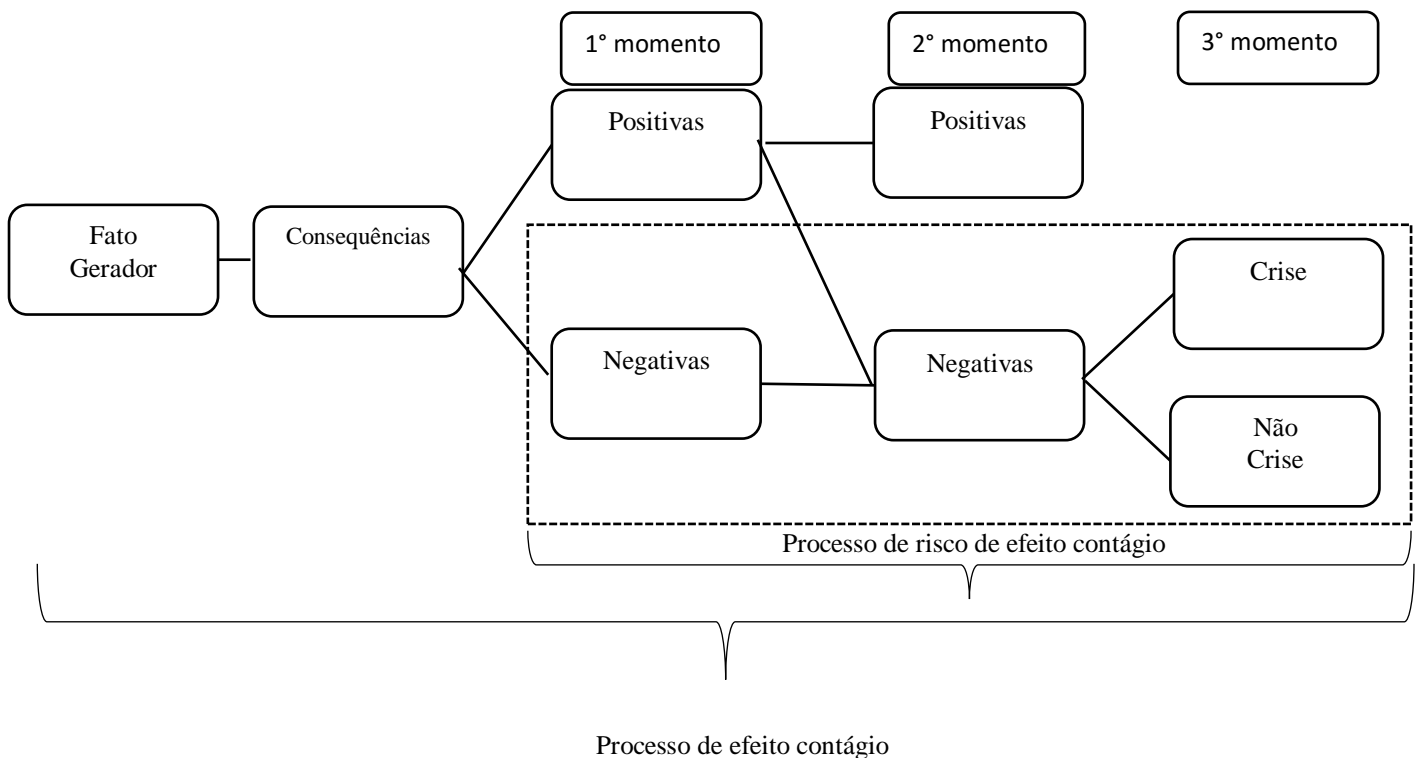


Figura 1 Processo de propagação de efeito contágio e risco de efeito contágio
Fonte: Elaboração Própria (2015).

A ideia da figura 1 é refletir que o efeito contágio não está necessariamente ligado à ocorrência de uma crise ou de um fato gerador essencialmente negativo. A crise pode ser

apenas um dos resultados possíveis no caso daquele termo. Por que esse seria um caminho a se pensar?

Imagine que o (s) fato (s) gerador (es) (canais de transmissão já previamente citados) provoquem, naturalmente, consequência(s). Essas podem ser positivas ou negativas. Se positivas, podem gerar mais efeitos positivos e assim contribuir para o crescimento econômico. Por essa visão, pode-se sugerir que o efeito contágio não deixou de existir, apenas se propagou pelos mercados, via canais de transmissão, de forma positiva. Afinal de contas, a existência das relações comerciais se dá principalmente por esperar benefícios (ganhos) de troca. Mas essa consequência positiva, quando associada ao excesso de confiança por parte dos agentes econômicos, gerada muitas vezes por expectativas acima do que o mercado pode sustentar, por exemplo, pode causar num segundo momento, resultados negativos.

Khotari e Lester (2012) exemplificam bem isso, quando afirmam em seu *paper* intitulado “*The role of accounting in the financial crisis: lessons for the future*”, que com a diminuição da taxa de juros para incentivar a concessão de empréstimos e a desvalorização do dólar para estimular o comércio internacional, os EUA começaram a crescer e, oportunidades de novos grupos de pessoas para comprar a casa, surgiram. Num segundo momento, com uma habitação apresentando preços inflacionados no mercado pronta para um declínio inevitável em valor e a incapacidade de muitos proprietários norte-americanos em, finalmente, fazer pagamentos mensais, tornou-se evidente com a falta de capacidade de crédito. Além disso, uma frouxa regulação associada à má execução e aplicação das regras contábeis do valor justo também tiveram suas contribuições para a crise.

Essa consequência negativa vista num segundo momento, por sua vez, pode culminar numa crise ou não. No caso dos EUA resultou na crise de 2008. Com isso, neste caso, o efeito contágio mostrou-se presente, caracterizando-se como o risco de efeito contágio. Além do mais, outro aspecto pode ser levado em consideração: fatores microeconômicos advindos da contabilidade, por exemplo, podem ser novas fontes de efeito contágio e, conseqüentemente, risco de efeito contágio. Mesmo não sendo esse o objetivo do *paper* de Khotari e Lester (2012), eles mostraram que os canais de transmissão se originaram setorialmente (setor imobiliário).

Já, se as consequências forem causadas por fatores negativos, estes tendem a gerar resultados negativos, num segundo momento, podendo num terceiro momento ocasionar ou não uma crise. Um questionamento a parte poderia ser: Neste caso, as chances de ocasionar uma crise tendem a ser maiores?

O processo descrito na figura 1 revela que o efeito contágio têm duas vias de transmissão. Uma positiva e a outra negativa. Logo, a essência desse efeito pode não ser negativa, mas o risco de efeito contágio sim. Também é salutar destacar que o efeito contágio é algo que vem tomando forma ao longo de um período. Isto é, não pode ser encarado como algo pontual, que começa em um período e seus efeitos são sofridos apenas naquele dado momento (Adrian & Brunnermeier, 2015). Ao invés disso, pode ser pensado como algo que ocorre ao longo de um tempo, trazendo a ideia de uma ação continuada. Partindo dessa ideia, pode-se acreditar que o risco de efeito contágio é resultado de um caminho negativo, no qual o processo do efeito contágio é verificado.

E onde se examina esse processo de efeito contágio? Tal processo pode ser visto em qualquer tipo de mercado (em sua forma abrangente) que sejam caracterizados por relações comerciais, tendo em vista que tais relações não se restringem a países. Seria estranho pensar que com um problema ocorrido no setor imobiliário, diversos outros setores ligados a este, não sofreriam consequências? Seria correto pensar que efeito contágio ou mesmo o risco de efeito contágio só ocorre entre países? Não seria algo que inicialmente se espalha intra ou

inter setorial? Gartner, Moreira e Galves (2009) demonstraram essa preocupação, ao verificar o risco setorial no processo de tomada de decisões de financiamento e investimento em segmentos econômicos brasileiros. Pericolli e Sbracia (2003) e Santos (2010) também sugerem isso.

E o (s) fato (s) gerado (es)? São os canais de transmissão. Uma situação de risco moral, credor comum, liquidez, comportamentos dos investidores, políticas monetária e fiscal, são todos exemplos daquele (s). É possível aceitar todos os canais de transmissão aqui discutidos. Isto porque, quando se têm os canais de transmissão, estes podem gerar o efeito contágio que, por sua vez, podem resultar em risco de efeito contágio. Associado a esse pensamento, se risco tem por toda parte, então onde tem canais de transmissão, tem-se consequentemente o risco.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teórico, a princípio, teve o propósito de fazer uma reflexão sobre o entendimento do significado de efeito contágio. Contudo, no decorrer do texto, verificou-se que sua essência vai além dos conceitos trazidos pelos autores apresentados aqui (Rigobon (2001), Masson (1998), Gupta (2012), Piantro (2006), etc.). Na verdade, os conceitos analisados, devido as suas respectivas contextualizações, se encaixam melhor no termo risco de efeito contágio, ao invés de efeito contágio, por toda explicação dada ao longo desse ensaio. Dessa forma, foi preciso justificar a diferença entre esses dois termos, a partir do processo de efeito contágio e risco de efeito contágio demonstrado na figura 1.

Mais do que essa diferença, verificou-se que existe, de fato, divergências no que tange ao conceito proposto para o termo efeito contágio. Ao mesmo tempo, foi constatada uma concentração na apreciação dos canais de transmissão sob a ótica macroeconômica, resultando consequentemente numa análise ocorrida essencialmente entre países.

Um ponto a ser destacado, na maioria dos artigos citados, é que cada conceito exposto se originou de testes empíricos feitos pelos autores. Isto significa que construíram o conceito de efeito contágio, a partir das respostas obtidas por aqueles testes.

Apesar de se ter consciência que este tema revela grande complexidade no que tange a sua compreensão, estudos futuros podem abranger discussões ainda sobre o conceito dos dois termos trabalhos aqui. Além disso, estudos empíricos podem incluir aspectos contábeis e/ou específicos de um determinado setor, afim de compreender os possíveis canais nos quais se origina o efeito contágio e, consequentemente o risco de efeito contágio.

Para finalizar, chamou-se a atenção para a importância na diferenciação dos dois termos, de modo a conduzir o leitor a uma reflexão. Além disso, é importante notar que as discussões inseridas nesse trabalho não tiveram a pretensão de serem cessadas. Espera-se que essa nova visão sobre efeito contágio gere futuras discussões, a fim de manter acesos os pensamentos sobre tal tema.

6. REFERÊNCIAS

Adrian T.; e Brunnermeier, M.; K. (2015). CoVaR. (no prelo) American Economic Review.

Calvo, S., Reinhart, C. 2006. Capital flows to Latin America: Is there evidence of contagion effects?. CM, & Economic Development Institute. The World Bank, Economic Development Institute, Macroeconomic Management and Policy Division and International Monetary Fund, Western Hemisphere Dept.

- Capelletto, L. R. *Mensuração do risco sistêmico no setor bancário com utilização de variáveis contábeis e econômicas*. 2006. Tese (Doutorado em Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Dornbusch, R., Park, Y.C., Claessens, S. M. (2000). *Contágion: Understanding How It Spreads*. Recuperado em 15 de Abril, 2015, de <http://wbro.oxfordjournals.org> . pdf
- Eichengreen, B., Rose, A.K., Wyplosz, C. (1997) Contágion currency crises. [Working Paper 568.p.463-484]. National Bureau Of Economics Research.
- Farhi, M. (2001, dezembro). Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial. *Revista Economia e Sociedade*. pp 55-79.
- Gartner, I.R, Moreira, T.B. S, Galves, H.M. (2009, Setembro) Análise o risco setorial como instrumento e controle gerencial. *Revista de Administração Mackenzie*. pp. 107-129.
- Gugta, V. (2012). *Financial Contágion and Emerging Markets*. [Working Paper] Master of International Business. Delhi School of Economics. Delhi University.
- King, M., S. Wadhvani. (1990). Transmission of Volatility between Stock Markets. *Review of Financial Studies*, pp. 5–33.
- Kothari, S. P., Lester, R.(2012). The role of accounting in the financial crisis: lessons for the future. *Accounting Horizons*. pp. 335-351.
- Kyle. Xiong, W. Contágion as a Wealth effect. (2001). *The Journal of Finance*. pp. 1401-1440.
- Marshall, C. (2002). *Medindo e Gerenciando Riscos Operacionais em Instituições Financeiras*. Ed. 1. São Paulo. Qualitymark.
- Masson, P. (1998). *Contágion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria*. [Working Paper]. International monetary fund. Research Department.
- _____. (1999). *Multiple Equilibria, Contágion, and the Emerging Market Crises*. [Working Paper]. International Monetary Fund. Research Department.
- Santos, R. P. S. (2010). *Modelando Efeito contágio Financeiro através de Cópulas*. 2010. Dissertação (Mestrado em Economia). Escola de Economia. Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.
- Silva, DA C., Murillo, H.A., Couto, J.M. (2012). Early warning systems: análise de um modelo probit de efeito contágio de crise dos Estados Unidos para o Brasil. *Anais do 40º Encontro Nacional e Economia, nº 40. 2012. Porto de Galinhas (PE). Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia*, Pernambuco, Porto de Galinhas, 40.
- Moller, H.D, Vital, T. (2013, Agosto). Os impactos da crise financeira global 2008/09 e da crise na área de euro desde 2010 sobre a balança comercial brasileira. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*. pp 01 – 19.
- Pericoli, M., Sbracia, M. (2003). A primer on financial contágion. *Journal of Economic Surveys*. pp. 571-608.
- Reinhart, C., Kaminsky, G. (1998). On crises, contágion, and confusion. Munich Personal RePEc Archive.



São Paulo, 27 a 29 de Julho de 2016

**Building Knowledge in
Accounting**

Rigobon, R. (2002) International Financial Contágon: Theory and Evidence in Evolution. The Research Foundation of the Association for Investment Management and Research. Sloan Shool of Management Massachusetts Institute of Technology. Staff.