



TCC/UNICAMP
C274c
IE

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

Ciclos Econômicos e Liquidez Internacional no Brasil Atual

CEDOC - IE - UNICAMP

Lucas Alberto Luglio de Castro

TCC/UNICAMP
C274c
1290004896/IE

Campinas – SP
2010

Ciclo monografia

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

Ciclos Econômicos e Liquidez Internacional no Brasil Atual

Lucas Alberto Luglio de Castro

Monografia apresentada para obtenção
do título de bacharel em Economia pela
Universidade Estadual de Campinas.

Orientadora: Profa. Dra. Rosângela Ballini

Rosângela Ballini

Campinas-SP

2010

SUMÁRIO

Introdução.....	7
1. Teoria dos ciclos e Fatos Estilizados.....	8
1.1. O ciclo do investimento e a instabilidade financeira.....	11
2. Ciclos de liquidez internacional em países em desenvolvimento.....	15
2.1. Estudo de correlação da liquidez internacional em países em desenvolvimento.....	18
2.2. O Comportamento econômico do Brasil no ciclo atual.....	22
Considerações finais.....	31
Bibliografia.....	33

Lista de Ilustrações

GRÁFICO 1 – Variação real do PIB brasileiro entre 1920-2009 - (%).....	9
GRÁFICO 2 - Variação real do PIB brasileiro entre 1990-2010 – (%).....	23
GRÁFICO 3 - Resultado Global do Balanço de pagamento 1970-2009 em US\$(milhões).....	24
GRÁFICO 4 - Transações correntes – 1970-2009 em US\$(milhões).....	25
GRÁFICO 5 - Investimento estrangeiro em carteira em US\$(milhões).....	26
GRÁFICO 6 - Evolução dos desembolsos e aprovação dos empréstimos do BNDES - acumulado últimos 12 meses R\$(milhões).....	28
GRÁFICO 7 - Evolução do crédito bancário em bilhões de reais.....	29
TABELA 1 - Coeficiente de correlação entre a taxa de variação da média móvel da liquidez internacional real e a taxa de variação do PIB real.....	20
TABELA 2 - Coeficiente de correlação entre a taxa de variação da média móvel da liquidez internacional real e a taxa de variação do PIB real.....	20
TABELA 3 - Coeficiente de correlação entre a taxa de variação da média móvel da liquidez internacional real e a taxa de variação do investimento.....	21
TABELA 4 - Coeficiente de correlação entre a taxa de variação da média móvel da liquidez internacional real e a taxa de variação do investimento estrangeiro em carteira.....	21
TABELA 5 - Coeficiente de correlação entre a taxa de variação do investimento estrangeiro em carteira e a taxa de variação do investimento.....	21
TABELA 6 - Desenvolvimento do resultado global do balanço de pagamento 1988-2009 em R\$(milhões).....	25

Resumo

O objetivo deste estudo é analisar os ciclos econômicos e seu comportamento no Brasil atual do ponto de vista keynesiano, juntamente com a importância do ciclo de liquidez internacional na determinação dos indicadores econômicos que influenciam nas flutuações da economia. Para tanto, foi utilizado uma correlação estatística entre a média móvel da liquidez internacional com variáveis relevantes como balanço de pagamento, produto interno bruto, taxa de investimento e investimento estrangeiro em carteira, na qual se obteve resultados fortes que indicam a dependência interna das variáveis relevantes com os fluxos internacionais de capitais.

Palavras-Chave: ciclos econômicos, ciclos de liquidez internacional, bancos públicos.

Abstract

The aim of this study is to analyze business cycles and its behavior in today's Brazil Keynesian view, along with the importance of international liquidity cycle in determining the economic indicators that influence the fluctuations in the economy. To this end, we used a statistical correlation between the moving average of international liquidity to relevant variables such as balance of payments, gross domestic product, rate of investment and foreign portfolio investment, in which he obtained results which indicate the strong dependence of internal variables relevant with international capital flows.

Key words: economic cycles, cycles of international liquidity, public banks.

Introdução

Esse trabalho busca desenvolver um estudo sobre o comportamento da economia brasileira, por meio de uma ótica de comportamentos cíclicos e de alguns de seus principais fatores, como fluxos privados de capitais de países desenvolvidos e emergentes, suas interações com as contas de transações correntes, capital e financeira.

A monografia tem como ponto de partida a abordagem póskeynesiana, que dá ênfase à natureza dinâmica das economias de mercado, sujeita a grande dose de incerteza. Seu objetivo é buscar respostas possíveis sobre a trajetória da economia brasileira durante o período 1990 a 2009.

Serão discutidos os diversos períodos de ciclos de liquidez internacional e sua relação com ciclos internos da economia brasileira, na tentativa de contribuir com as informações sobre seus determinantes. Neste sentido, procurar-se-á identificar e mostrar como se comporta a economia brasileira, a que grau de intensidade a mesma está submetida a fatores externos de financiamento dentro dos ciclos de liquidez. Ademais, serão objetos de reflexão secundária os mecanismos que concorrem para diminuir sua dependência externa de capitais e do comportamento recente da economia brasileira na crise econômica de 2008. Por último buscar-se-á avaliar quais os impactos dos ciclos internacionais sobre algumas variáveis macroeconômicas, como PIB e, principalmente, investimento.

Capítulo 1

Teoria dos ciclos e Fatos Estilizados

O tema de Ciclos Econômicos permanece como relevante para muitos autores, desde Keynes, Kalecki e Minsky até autores póskeynesianos recentes, na tentativa de mapear os aspectos centrais de determinação e causalidade das flutuações da atividade econômica em sociedades capitalistas.

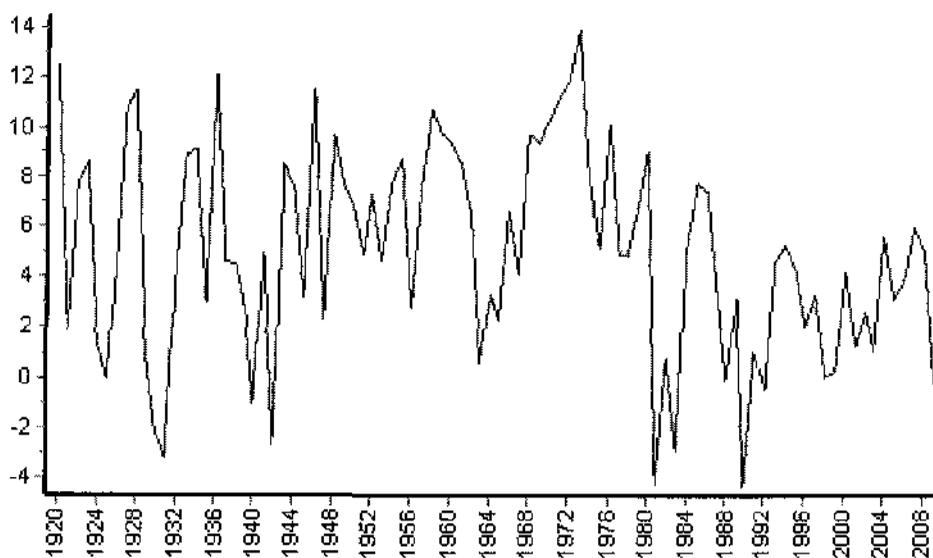
Em Burns & Mitchell (1946) é apresentada a definição clássica acerca do que sejam ciclos econômicos:

“Os ciclos de negócios são um tipo de flutuação encontrado na atividade econômica agregada das nações que organizam seu trabalho principalmente em empresas de negócios; um ciclo consiste em expansões que ocorrem ao mesmo tempo em muitas atividades econômicas, seguidas por recessões, contrações e recuperações igualmente generalizadas, que se fundem com a fase de expansão do ciclo seguinte; essa seqüência de mudanças é repetitiva, mas não é periódica; a duração dos ciclos de negócios varia de mais de um ano a dez ou doze anos; eles não são divisíveis em ciclos menores de caráter semelhante com amplitudes aproximadas às suas.” (Burns & Mitchell, 1946, apud Sachs & Larrain, 2000).

A definição acima busca descrever de maneira simplificada as flutuações econômicas. No entanto, os elementos determinantes das flutuações não são desenvolvidos.

A ocorrência de oscilações no crescimento econômico pode ser considerada um fato estilizado. Essas tendências de crescimento com variações são exemplificadas no gráfico 1, que apresenta as variações do PIB brasileiro entre 1920 até 2009.

Gráfico 1 – PIB Brasil de 1920 -2009



Fonte: Ipeadata

Outros fatos estilizados como o consumo, investimento e importação são procíclicas, ou seja, tendem a aumentar durante as expansões e a cair nas contrações dos ciclos. Já o estoque de bens acabados e de insumos de produção, junto com a taxa de desemprego é anticíclico, ou seja, tendem a aumentar nas recessões e a cair nas expansões do ciclo. E, por último, há variáveis que são acíclicas: não se relacionam com os ciclos econômicos, como é o caso do gasto do governo (Burda & Wyplosz, 2001).

Dentro da teoria de ciclos existem estímulos que impulsionam as flutuações. Esses estímulos são as fontes primárias que, mediante mecanismos de propagação estimulam as variações econômicas. Nesse ponto, com frequência os Macroeconomistas divergem acerca do assunto de ciclos econômicos.

Como o objetivo deste trabalho é mostrar e avaliar os determinantes dos ciclos econômicos dentro das economias em desenvolvimento, como o Brasil, é preciso primeiramente uma breve síntese da teoria acerca do assunto e de como esse é tratada por algumas distintas escolas econômicas, como a neoclássica e keynesiana.

Foi desenvolvido por Keynes no ano 1936 que a demanda efetiva por bens e serviços de consumo pelas famílias e por bens e serviços de

investimento pelas empresas determina o nível da atividade e emprego em uma economia de mercado (Keynes, 1988 a).

Para essa visão keynesiana, a explicação central dos ciclos econômicos é a instabilidade fundamental do investimento, nas variações do “instinto animal” dos empresários (Keynes, 1988 a) e da eficiência marginal do capital, proporcionando mudanças na demanda e produção agregada que afetam o PIB e provocam ciclos econômicos.

Com isso, a variável chave da visão keynesiana sobre ciclos econômicos é o nível de investimento. Se dado nível de investimento em meios de produção conseguem um dado patamar de produção agregada, uma elevação nesse nível de investimento proporcionaria um impulso ao crescimento da produção interna e do nível geral da economia. Por outro lado, uma queda nos níveis de investimento leva a diminuição de crescimento ou mesmo estagnação econômica e queda dos indicadores econômicos.

Os determinantes das flutuações do investimento passam a ser fatores importantes e a estimulação ou não desses determinantes controlam índices econômicos e de crescimento.

Para a abordagem neoclássica uma escola importante e bastante difundida é a *Real Business Cycles* (RBC). Dentro desse pensamento econômico as flutuações cíclicas decorrem de choques aleatórios de oferta. O foco principal desses choques é a tecnologia e as mudanças no padrão tecnológico proporcionando variações na oferta de bens (Long & Plosser, 1983).

Nessa teoria os choques são propagados nos mercados perfeitamente competitivos, e rejeitam a idéia dos choques de demanda como fonte das flutuações, juntamente com as mudanças da política macroeconômica (Sachs & Larrain, 2000).

As diferentes abordagens - neoclássica e keynesiana - têm princípios distintos com relação ao que causa as flutuações econômicas. Para os neoclássicos, as flutuações são conseqüências dos choques de oferta na economia por meio de mudanças tecnológicas (RBC); já os keynesianos defendem que alterações na demanda agregada (*animal spirits*, políticas macroeconômicas) são determinantes dos ciclos econômicos.

Essa controvérsia do tratamento de ciclos econômicos é apenas parte das contraposições entre neoclássicos e keynesianos. Para fins metodológicos adotaremos neste trabalho a abordagem (pós) keynesiana a respeito do funcionamento dos ciclos econômicos, seus determinantes e sua relação com ciclos internacionais de capital em países emergentes, discorrendo sobre a fragilidade destes países aos fluxos de capitais internacionais.

1.1 O ciclo do investimento e a instabilidade financeira

Dentro da abordagem keynesiana o investimento é o fator principal do desenvolvimento de uma economia. Caso o investimento não se encontre em níveis mínimos para proporcionar um aumento considerável da formação bruta de capital fixo levando em conta a depreciação, pode-se afirmar que o baixo investimento ocasione uma queda nos níveis econômicos de desenvolvimento como o PIB.

O investimento é fator chave para se entender as variações econômicas e a maneira como este se financia é extremamente importante para entender as variações cíclicas dos países (Keynes, 1988 a).

Autores póskeynesianos desenvolveram uma abordagem própria para como o investimento é financiado, chamado *finance-funding* (Keynes, 1988b, 1988c; Davidson, 1992, Studart, 1995). A palavra *Finance* refere-se ao financiamento de curto prazo de um gasto excepcional, como por exemplo, o investimento. *Funding* é um termo do mercado financeiro que significa substituir uma dívida de curto prazo por uma dívida de longo prazo. Com isto o significado destas duas palavras juntas é financiar os investimentos em dívidas de longo prazo, assim consolidar as dívidas de curto prazo em um período a acompanhar a maturação dos investimentos e amortizações.

Diante do conceito *finance-funding* o necessário para o processo de investimento são os adiantamentos por parte do sistema financeiro, contrariando a idéia de poupança *ex-ante* (neoclássica) para a realização de investimentos.

Para entender como funciona o mercado global de *finance* e sua liquidez, é necessário buscar uma explicação de como funciona o mercado e seus agentes. Para isto usaremos a instabilidade financeira desenvolvida por

Hyman Philip Minsky, como elemento importante de explicação do funcionamento do mercado global.

“A hipótese de instabilidade financeira está construída a partir da Teoria geral do emprego, dos juros e da moeda (Keynes, 1936), designação demasiadamente ampla para qualificar uma teoria específica das economias capitalistas. A observação que uma das características das economias capitalistas é a coexistência de dois conjuntos de preços marcadamente diferenciados – um relativo à produção corrente e outro aos ativos de capital - é o fundamento do programa de pesquisa da hipótese de instabilidade financeira. O núcleo analítico da hipótese de instabilidade financeira é o desenvolvimento de um modelo de investimento sob condições capitalistas em que o ritmo dos investimentos depende da relação entre aqueles dois níveis de preços, do financiamento interno derivado dos lucros brutos e dos termos em que o financiamento externo está disponível. Existem duas interfaces entre o financiamento e o processo de inversão: os mercados financeiros participam da determinação do nível de preços dos ativos de capital e da alavancagem de fundos internos tanto para o investimento quanto para a manutenção de ativos em portfólios.” (Minsky, 1994, p.22)

A instabilidade financeira citada acima está relacionada à sua classificação em unidades econômicas de acordo com o grau de vulnerabilidade financeira, estabelecendo três categorias de análise *hedge*, *especulativa* e *ponzi* (Minsky, 1982). Com estruturas financeiras distintas, as formas de financiamento e sua atuação no sistema financeiro ampliam a participação das unidades mais vulneráveis, colocando o sistema geral num caminho instável.

Os bancos têm um comportamento maximizador de ganhos, que nos momentos de crescimento ampliam o espaço de unidades que são vulneráveis. Com a formação das expectativas sujeitas à incerteza, ocorre uma reversão das expectativas e os bancos passam a não conceder novos empréstimos tornando inviável a continuação das unidades vulneráveis, podendo assim

gerar uma crise financeira que contagia a esfera real da economia, ocasionando uma reversão cíclica da mesma (Amado & Resende, 2005).

As duas questões apresentadas acima, o financiamento dos investimentos e a hipótese da instabilidade financeira são relevantes dentro da discussão de ciclos econômicos. Sendo o nível de investimento o determinante principal a causar as flutuações, a maneira que esse é financiado se torna objeto de análise, juntamente com a instabilidade financeira proposta por Minsky que coloca a economia real atrelada ao sistema financeiro e seu papel desestabilizador (Resende, 2003).

Com o desenvolvimento das inovações financeiras para maior obtenção de lucros, investimentos e decisões de consumo ficam atrelados ao mercado de ativos nas decisões de portfólio dos agentes, como mostra Carneiro (1999):

“Como no mercado de ativos a oferta de títulos referentes a direitos sobre a propriedade ou a renda – de ativos mobiliários ou imobiliários –, é inelástica no curto prazo, o efeito de um crescimento da demanda impulsionada pelo crédito é um aumento dos preços desses ativos. Dado que a liberalização financeira ampliou consideravelmente a participação dos ativos financeiros na riqueza ou patrimônio das famílias e empresas, o incremento dos preços desses ativos terá um impacto significativo na decisão quanto aos gastos correntes, ou seja, afetarão de forma significativa as decisões de consumo e investimento.” (Carneiro, 1999, p59)

Esse aumento da importância do mercado financeiro nas decisões de consumo e investimento é complementar à hipótese da instabilidade financeira, ou seja, cada vez mais a economia real é afetada pelas decisões do mercado de ativos. Como o sistema financeiro é de natureza instável a economia como um todo fica sujeita as flutuações do sistema financeiro (Amado & Resende, 2005).

A conclusão que chegamos neste capítulo passa pela forma que o investimento é financiado e de como o mercado de capitais é instável. Em um mercado interno de crédito muitas vezes fraco para manter elevado nível de investimento nos países em desenvolvimento, os bancos nos momentos de

crise restringem o crédito passando de um problema financeiro para o setor produtivo, devido as dificuldade de rolamento de dívidas e de novas aquisições.

Com isso, temos que os ciclos econômicos estão diretamente ligados a forma como o capital é financiado e especulado pelos agentes econômicos.

Capítulo 2

Ciclos de Liquidez Internacional em Países em Desenvolvimento

Os ciclos econômicos em países em desenvolvimento têm suas fragilidades em comparação aos países centrais. Para a economia do Brasil (inserida de maneira periférica na economia global) observa-se aspectos distintos dos países centrais, de forma que os países em desenvolvimento dentro da globalização financeira são usados pelos grandes aplicadores mundiais como oportunidades de ganho acima dos países centrais, uma relação entre risco e rentabilidade. Assim, os fluxos internacionais de capitais determinam a liquidez dentro dos países, o Investimento Direto Estrangeiro (IDE), portfólio e outros, afetando gravemente os países em desenvolvimento que têm um mercado doméstico de crédito e de capitais de porte menor que os países centrais, ficando suscetíveis as entradas e saídas de capitais, influenciando assim na oferta de crédito do circuito *finance-funding* (Biancarelli, 2007).

Nesse momento é importante uma primeira aproximação da integração da periferia nos mercados de capitais nos anos 1990. Do ponto de vista dos fluxos pouco se alterou, continuando uma hierarquia de mesma ordem, portfólio, IDE e empréstimos bancários de curto prazo (Carneiro, 2002). O que se verificou foi a (re)incorporação dos países emergentes aos mercados de capitais, pois na década anterior 1980-1990 devido às diversas crises nos países em desenvolvimento, esses acabaram excluídos do destino dos fluxos de capitais.

Os países emergentes sofrem conseqüências importantes com relação aos fluxos de capitais, tais como, a acumulação excessiva de reservas, apreciação da taxa de câmbio, deterioração dos balanços de pagamentos e aumento da volatilidade dos mercados locais, tornando sujeito às flutuações e crises de maneira mais instável com fuga de capitais, como se observou nas

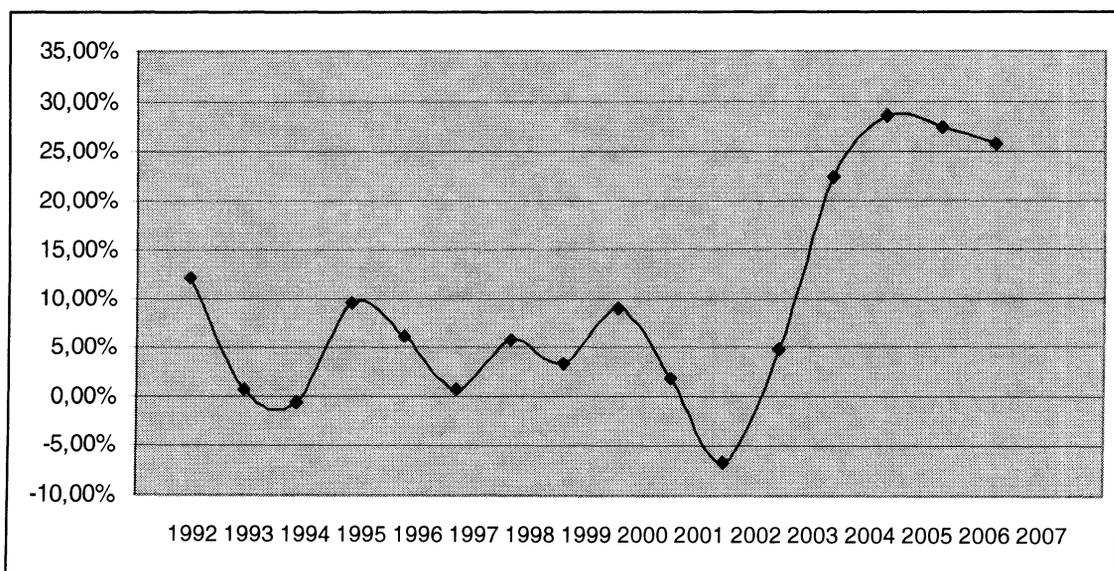
crises do México (1994), Ásia (1997), Rússia (1998), Brasil (1999) e Argentina (2001).

O ocorrido no período dos anos 1990 foi um intenso processo de abertura financeira, de liberalização dos fluxos de capitais por meio da conta de capital, inserindo estes países num contexto de entrada de moeda estrangeira, na busca de ganhos acima dos mercados centrais, ou seja, fluxos voláteis que mediante o risco/retorno entram e saem a qualquer momento (Carneiro, 2002).

Como as flutuações econômicas atingem as economias capitalistas, com flutuações no nível de investimento dado por diferentes estruturas de endividamento e o aumento das inter-relações produtivas, cada vez mais financeiras, os maus acontecidos por um dado país são cada vez mais passíveis de transmissão para outros países que estão numa mesma esfera econômica global. Assim como, um momento de expansão da economia, um país pode influenciar benéficamente em outro, com a elevação das exportações.

Os chamados ciclos internacionais de liquidez (gráfico Z) são os distintos momentos de elevação dos fluxos de capitais, seguidos por uma diminuição dos mesmos, acarretando ao longo do tempo uma flutuação global dos fluxos de capitais que afetam as distintas economias globais como países centrais, periféricos e em desenvolvimento.

Gráfico Z – Variação anual da média móvel da liquidez internacional entre 1992-2007 (%)



Fonte: UNCTAD World Investment Report – elaboração própria

Existe uma controversa entre diferentes escolas econômicas sobre o que seria a liquidez internacional, para este trabalho adotaremos a abordagem mais ampla, que corresponde à soma em módulo das rubricas do balanço de pagamentos como investimento de portfólio, derivativos financeiros e outros investimentos.

Os ciclos internacionais de liquidez afetam os ciclos econômicos, sendo fator relevante nesse trabalho, dado que os países em desenvolvimento são acometidos pelos níveis de entrada ou saída de capitais internacionais que podem influenciar nos níveis de investimento.

Quando se leva em conta o caráter especulativo dos países, da perspectiva proposta por Minsky juntamente com a volatilidade dos fluxos de capitais internacionais, em momentos de incerteza à escassez de fluxos para os países chamados de *Ponzi*. Esse momento de baixa nos fluxos causa um transtorno no “rolamento” das dívidas pelos bancos, que devido às incertezas aumentam os juros e restringem o crédito. Porém, existem mecanismos nos quais o Estado consegue de certo modo ser um credor ao mercado nos momentos de dificuldade, como foi o ocorrido no caso brasileiro nos últimos anos, o que será estudado mais adiante nesse trabalho.

Com isso, nos momentos de tranqüilidade internacional e com liquidez internacional elevada os fluxos de capitais buscam maiores retornos. Isso pode ser verificado principalmente no caso dos países em desenvolvimento, onde o capital é mais remunerado em comparação aos países centrais devido às elevadas taxas de juros dos países periféricos que necessitam atrair capital externo para o fechamento do balanço de pagamento.

Já nos momentos de incerteza elevada no cenário intencional, como as crises da década de noventa da Ásia (1997), Rússia (1998) e Brasil (1999), o observado foi uma fuga de capitais no sentido contrário, da periferia para o centro, e, com isso, fugindo das incertezas de uma possibilidade de calote ou de falência.

Esse comportamento é denominado pelos autores poskeynesianos de reflexo aos ciclos da liquidez internacional, ou seja, nos momento de elevada liquidez internacional os capitais fluem para os subdesenvolvidos e no momento de baixa liquidez fluem para os países centrais, buscando mais

segurança com menos retorno e risco. Os motivos de ciclo reflexo são descritos abaixo:

“Com efeito, as economias periféricas se comportam de forma reflexa os ciclos da liquidez internacional. Esta peculiaridade está associada a três motivos principais: i) ao baixo grau de desenvolvimento de seu SNI, associado a uma restrição de divisas externas; ii) à necessidade de atração de capitais externos para suprir a economia periférica de financiamento de longo prazo visto que seu sistema financeiro, por não ter se desenvolvido, não cumpre esse papel (Studart, 1995); iii) ao comportamento tipicamente Minskyano do sistema financeiro internacional.” (Amado, Resende & Jayme Jr; 2005)

O Sistema Nacional de Inovações (SNI) é um elemento neoschumpeteriano, que busca no sistema de inovações constantes um elemento de desenvolvimento autônomo de forma a investigar o desenvolvimento endógeno dos setores líderes dentro da própria economia. Esse elemento é visto como deficitário ou, muitas vezes, nulo nos países latino-americanos, ficando dependentes tecnologicamente dos países avançados (Resende, 2003).

No debate acerca do crescimento/flutuações diferenciado entre os países um autor importante é Anthony Thirlwall. Para o autor as diferentes estruturas internas de produção e as vantagens na produção de bens com alta elasticidade-renda da demanda nos mercados mundiais levam ao modelo centro-periferia de desenvolvimento e crescimento econômico, causando divergências entre regiões e países da economia mundial. Com isso, temos que, do ponto de vista da produção se observa diferentes perspectivas com relação ao crescimento e desenvolvimento dos países, influenciando os ciclos econômicos devido à fragilidade interna da produção (Thirlwall, 2005).

2.1. Estudo de correlação da liquidez internacional em países em desenvolvimento

No trabalho dos autores citados acima (Amado, Resende & Jayme Jr; 2005), *Ciclos de Crescimento das Economias da América Latina e das*

Economias Desenvolvidas, foi desenvolvido de maneira simples e pertinente uma análise estatística por meio da correlação entre a média móvel da liquidez internacional e o saldo da conta corrente do balanço de pagamento de treze países da América Latina, entre eles o Brasil. No resultado se observou uma correlação elevada e negativa, que indica uma elevada vulnerabilidade externa aos fluxos de capitais, podendo ser caracterizado como uma estrutura *Ponzi* para esses países.

Nos períodos de baixa liquidez internacional essas economias passam por restrições de divisas externas, importando menos e, por sua vez, controlando negativamente o crescimento econômico, visto que esses países não possuem um sistema nacional de inovações capaz de dar dinamismo aos setores produtivos.

Foi desenvolvida também em *Ciclos de Crescimento das Economias da América Latina e das Economias Desenvolvidas* uma correlação estatística entre a taxa de variação da média móvel da liquidez internacional e a taxa de variação do PIB real entre 1971-2004, de dez economias da América Latina e dez economias desenvolvidas. As correlações dos países Latino Americano foram positivas e elevadas. Os países desenvolvidos também têm correlação positiva, porém menos acentuada, mostrando o maior grau de dependência das economias periféricas com o ciclo da liquidez internacional.

Um avanço desenvolvido na monografia abaixo é a atualização de algumas correlações, feitas no estudo *Ciclos de Crescimento das Economias da América Latina e das Economias Desenvolvidas* que são as tabelas 1 e 2 com dados mais recentes com menor abrangência de países, além de uma divisão em períodos da análise de correlação entre as variáveis. Nesta monografia, o período utilizado para as correlações estatísticas são entre 1992-2007 e os dados para o cálculo da liquidez internacional foram retirados da UNCTAD World Investment Report.

Os dados da tabela 1 apresentam uma correlação positiva e significativamente diferente de zero entre a liquidez internacional e o PIB dos países da América do Sul selecionados. Essa correlação vai ao sentido de outros estudos, de que o ciclo de variação do PIB das economias está correlacionada à liquidez internacional positivamente.

Tabela 1 - Coeficiente de correlação entre a taxa de variação da média móvel da liquidez internacional real e a taxa de variação do PIB real.

Período	Brasil	Argentina	Chile
1992-2007	0,32	0,45	0,20
2000-2007	0,63	0,52	0,83

Fonte: IPEA; UNCTAD World Investment Report – elaboração própria

A divisão em períodos mostra um aprofundamento da correlação no período mais recente da análise, sinalizando um aumento da correlação observada e do aumento da integração global financeira econômica. Devido à abertura comercial que teve início na década de noventa e o aumento da globalização do sistema financeiro internacional dos últimos anos, já era de se esperar esse aumento da correlação nos períodos mais recentes.

A tabela 2 mostra o coeficiente de correlação entre a taxa de variação da média móvel da liquidez internacional real e o saldo do balanço de pagamentos.

Tabela 2 - Coeficiente de correlação entre a taxa de variação da média móvel da liquidez internacional real e o saldo do balanço de pagamentos

Período	Brasil
1992-2007	-0,18
2000-2007	-0,36

Fonte: IPEA; UNCTAD World Investment Report – elaboração própria

Pode-se observar uma correlação negativa na tabela acima entre a liquidez internacional e o saldo do balanço de pagamentos, sendo aumentado o valor da correlação para o período mais recente.

Essa correlação é extremamente importante, já que uma elevação da média da liquidez internacional promove uma ampliação do passivo externo líquido das economias da América Latina. Desta forma é possível ver estatisticamente a relação vulnerável do Brasil com as oscilações da liquidez internacional, logo nos momentos de aumento da liquidez internacional os superávits no balanço de

pagamento acabam por encobrir a vulnerabilidade cabendo uma classificação em categoria especulativa e ponzi para o país.

Uma aproximação com o investimento do ponto de vista keynesiano, de provedor do desenvolvimento e do crescimento, segue abaixo as tabelas 3, 4 e 5 que tratam das variáveis investimento, investimento estrangeiro em carteira e liquidez internacional.

Tabela 3 - Coeficiente de correlação entre a taxa de variação da média móvel da liquidez internacional real e a taxa variação do investimento.

Período	Brasil
1992-1999	-0,54
2000-2007	0,48
1992-2007	0,22

Fonte: IPEA; UNCTAD World Investment Report – elaboração própria

Tabela 4 - Coeficiente de correlação entre a taxa de variação da média móvel da liquidez internacional real e a taxa de variação do investimento estrangeiro em carteira.

Período	Brasil
1992-1999	0,06
2000-2007	0,53
1992-2007	0,24

Fonte: IPEA; UNCTAD World Investment Report – elaboração própria

Tabela 5 - Coeficiente de correlação entre a taxa de variação do investimento estrangeiro em carteira e a taxa de variação do investimento.

Período	Brasil
1992-1999	0,53
2000-2007	0,71
1992-2007	0,42

Fonte: IPEA; UNCTAD World Investment Report – elaboração própria

Na tabela 3 a variável taxa de investimento do Brasil é correlacionada positivamente com a liquidez internacional, exceto no período 1992-1999 que a

correlação e negativa. A decisão de investimento interna está ligada aos fluxos de capitais internacionais e, sendo o investimento uma variável determinante da economia, essa correlação mostra a fragilidade das inversões brasileiras e sua parcial dependência dos fluxos externos.

No período entre 1992-2007 o coeficiente de correlação 0,22 entre a taxa de variação da média móvel da liquidez internacional real e a taxa de variação do investimento é considerado fraco estatisticamente, porém entre 2000-2007 ocorreu um aumento para 0,48 chegando a uma correlação moderada.

Na tabela 4 a taxa de variação da liquidez internacional é correlacionada com a taxa de variação dos investimentos estrangeiros em carteira, nos mostrando uma correlação positiva de fraca para moderada no período mais recente. Esse dado corrobora para o sentido dos fluxos internacionais de capitais, que nos períodos de calma internacional procuram maior rentabilidade nos países em desenvolvimento nos momentos de elevada liquidez internacional. Já nos momentos de incerteza nos mercados financeiros e de baixa liquidez internacional os investimentos estrangeiros em carteira tendem a diminuir nos países em desenvolvimento.

Na tabela 5 a taxa de variação do investimento estrangeiro em carteira em correlação com a taxa de investimento, nos dá uma correlação estatística de moderada para forte no período mais recente, vinculando uma ligação positiva e de mesmo sentido entre as variáveis.

Contudo, podemos sintetizar que as correlações descritas acima vinculam diversas variáveis com a taxa de variação da liquidez internacional como o PIB, o saldo do balanço de pagamento, os investimentos estrangeiros em carteira e a taxa de investimento. Embora correlação não implique em causalidade, os dados citados servem para sustentar uma retórica poskeynesiana de ligação dos ciclos de liquidez internacional com os ciclos econômicos.

2.2. O Comportamento econômico do Brasil no ciclo atual

Em agosto de 2008 foi deflagrada pelo Mundo uma crise global, com origem no mercado imobiliário americano e, por sua vez, interligada aos

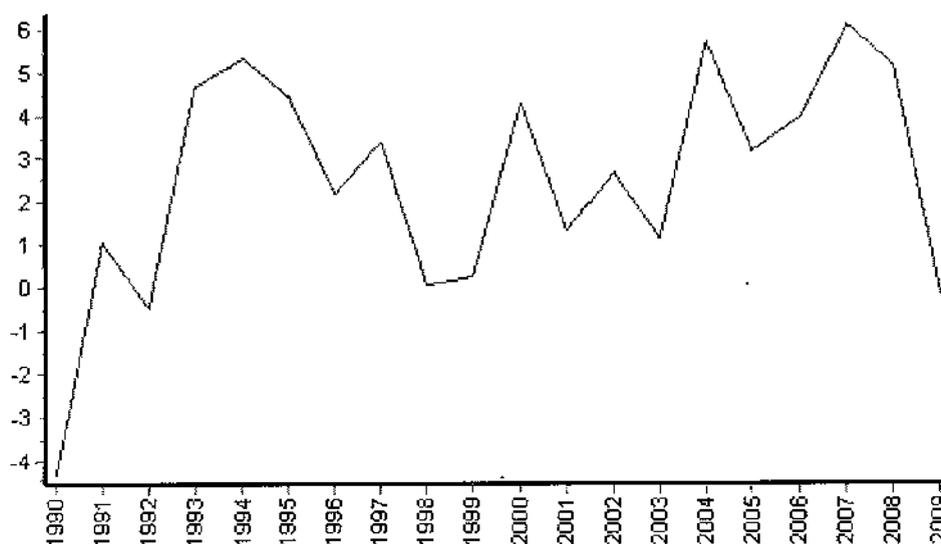
grandes bancos americanos e mundiais, que afetou de alguma forma todas as economias globais. Diferentemente das crises das décadas de oitenta e noventa, essa crise se iniciou num país desenvolvido e os países mais afetados foram os centrais.

Nas crises anteriores o comportamento da economia brasileira frente às dificuldades impostas pela crise foi de queda do PIB, queda da produção e dos níveis gerais de desenvolvimento.

O PIB é o principal indicador de crescimento de um país e observado diante das crises anteriores notou-se uma queda acentuada. Como por exemplo, no caso da crise do Brasil no final da década de noventa, a variação do PIB brasileiro foi de zero em 1998 (crise da Ásia em 1997) e de 0,3 em 1999 (crise brasileira no começo do ano).

Diferentemente das crises anteriores, na crise de 2009 está ocorrendo uma rápida recuperação dos níveis gerais da economia em um curto período de tempo, apesar de no ano de 2009 o PIB do Brasil ter sido negativo em variação -0,19 (IPEA). Porém, a economia já mostra um crescimento do PIB para o ano de 2010 sendo a estimativa de 5,5 %¹(gráfico 2).

Gráfico 2 - PIB – Variação real anual de 1990 - 2010*.

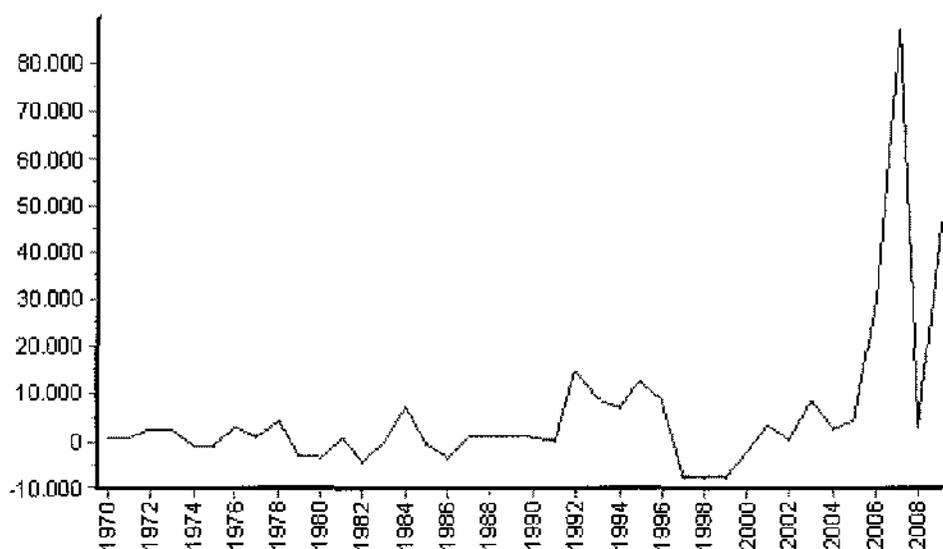


Fonte: Ipea. *perspectiva BACEN.

¹Boletim Focus do Banco Central do Brasil março de 2010.

Quando se analisa o resultado global do balanço de pagamento brasileiro, fazendo uma comparação com os períodos de crise internacionais anterior observa-se que entre 1997-1999 o saldo foi negativo. Já na crise de 2008 o saldo foi pequeno e positivo. No ano posterior 2009 o resultado é muito expressivo 46,6 bilhões de dólares, porém o importante é notar a rápida recuperação do saldo global do balanço de pagamento impulsionada pela volta dos fluxos de capitais principalmente pela conta financeira. (gráfico 3).

Gráfico 3 - Resultado Global do Balanço de pagamento 1970-2009 em US\$(milhões)



Fonte: Ipea

Uma das contas importante da balança de pagamentos é a conta de transações correntes que como se pode observar no gráfico 4 tem uma variação cíclica com as crises, ou seja, quanto mais negativas forem as transações correntes menor será o resultado da balança de pagamentos. A conta corrente registra a entrada e saída do comércio de serviços e bens e o pagamento de transferências, o saldo negativo em transações correntes significa importação de capitais e o saldo positivo significa exportação de capitais.

Gráfico 4 - Transações correntes – 1970-2009 em US\$(milhões)



O aspecto visual do gráfico 4 de transações correntes possui características cíclicas com o dinamismo econômico brasileiro e com as crises econômicas. Nas crises de 1999 e de 2008 ocorre uma elevada queda das transações correntes, e numa correlação estatística entre o PIB brasileiro e a conta corrente em módulo, se obtém um valor de 0,44 indicando uma correlação positiva entre os índices.

Na tabela 6 temos diversas rubricas do balanço de pagamentos, e se observa um padrão em algumas contas, como por exemplo, a conta transferências unilaterais correntes que é sempre positiva e pouco expressiva comparativamente com as outras contas. Já a conta de serviços e renda é sempre negativa e crescente, porém as outras contas têm uma característica cíclica.

Tabela 6 – Desenvolvimento do resultado global do balanço de pagamento 1988-2009 em R\$(milhões)

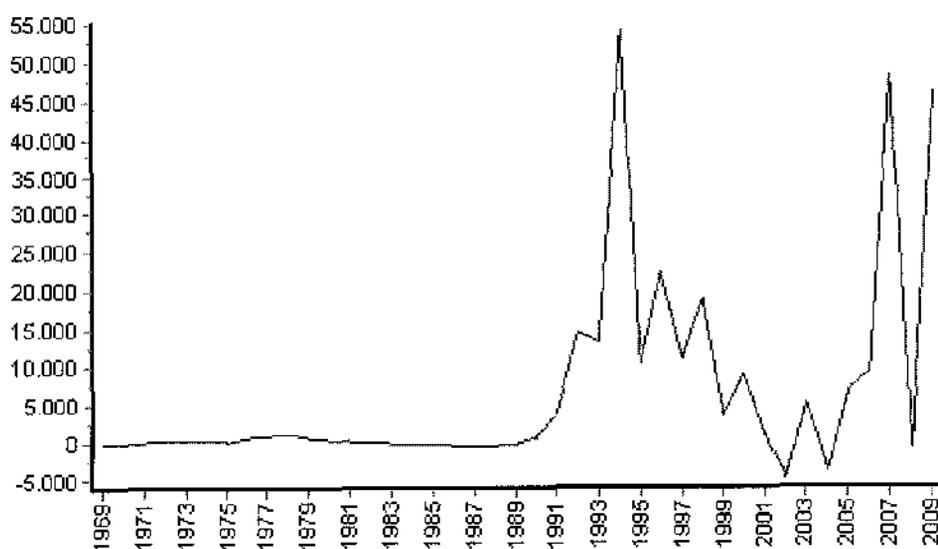
	Transferências unilaterais correntes - saldo	Serviços e rendas - saldo	Balança comercial - saldo	Transações correntes - saldo	Conta capital e financeira - saldo	Resultado global do balanço de pagamentos
1988	91,528	-15.095,8700	19.184,1113	4.179,7693	-2.098,3280	1.248,9000
1989	246,325	-15.333,6167	16.119,1870	1.031,8944	629,0750	886,1000
1990	833,013	-15.369,1271	10.752,3940	-3.783,7201	4.592,4940	480,7000
1991	1.555,422	-13.542,8485	10.579,9687	-1.407,4578	163,0060	-369,0000
1992	2.206,120	-11.336,1809	15.238,8948	6.108,8339	9.947,3200	14.670,2000

1993	1.602,402	-15.577,0540	13.298,7681	-675,8839	10.495,2430	8.708,8000
1994	2.414,068	-14.691,7670	10.466,4721	-1.811,2269	8.692,2080	7.215,2000
1995	3.662,412	-18.540,5110	-3.465,6150	-18.383,7140	29.095,4540	12.918,9000
1996	2.446,477	-20.349,5190	-5.599,0410	-23.502,0830	33.968,0693	8.666,1000
1997	1.822,911	-25.522,2792	-6.752,8870	-30.452,2556	25.800,3397	-7.907,1591
1998	1.457,994	-28.299,3906	-6.574,5020	-33.415,8989	29.701,6523	-7.970,2074
1999	1.689,397	-25.825,3079	-1.198,8680	-25.334,7789	17.319,1390	-7.822,0400
2000	1.521,065	-25.047,8472	-697,7475	-24.224,5297	19.325,8013	-2.261,6544
2001	1.637,524	-27.502,5200	2.650,4670	-23.214,5290	27.052,2603	3.3066005
2002	2.389,815	-23.147,7414	13.121,2970	-7.636,6294	8.004,4261	302,0872
2003	2.866,589	-23.483,2276	24.793,9241	-4.177,2855	5.110,9416	8.495,6505
2004	3.236,349	-25.197,6514	33.640,5407	11.679,2380	-7.522,8693	2.244,0298
2005	3.557,768	-34.275,9902	44.702,8783	13.984,6565	-9.464,0476	4.319,4639
2006	4.306,333	-37.120,3595	46.456,6287	13.642,6025	16.298,8247	30.569,1174
2007	4.028,990	-42.509,8911	40.031,6266	1.550,7251	89.085,5988	87.484,2457
2008	4.223,866	-57.251,6422	24.835,7524	-28.192,0234	29.351,6509	2.969,0721
2009	3.262,640	-52.944,5255	25.347,4094	-24.334,4764	70.551,2710	46.650,9878

Fonte: IPEA – elaboração própria.

O resultado global do balanço de pagamento no ano de 2008 foi inferior em comparação aos anos de 2007 e de 2009. O que explica esse resultado foi à baixa da conta capital e financeira em 2008 e, mais especificamente, da conta financeira de investimentos estrangeiros em carteira (gráfico 6). Observa-se também que no ano de 2009 o resultado já é bastante expressivo, mostrando uma rápida volta dos fluxos de capitais, o que não se esperava se pensarmos nas crises anteriores, onde os capitais internacionais retornaram de maneira mais lenta.

Gráfico 5 - Investimento estrangeiro em carteira em US\$(milhões)



Fonte: Ipea

Com isso, uma das maneiras nas quais a economia brasileira foi afetada foi no saldo do balanço de pagamentos por meio de investimentos estrangeiros em carteira.

Diante da crise o Brasil foi um dos países que melhor solucionou o problema da baixa dos fluxos internacionais.

Desta forma, vai se buscar neste capítulo algumas respostas sobre o comportamento do Estado na baixa cíclica² da economia ocasionada pela crise de 2008. Para tal feito, as respostas indicarão como o Brasil superou a diminuição dos fluxos externos de capitais, por meio de elementos internos que deram dinamismo ao mercado financeiro e de crédito.

Poderia ser analisado também o mercado de capitais, porém as políticas governamentais adotadas foram em sua maioria no mercado de crédito, onde o Estado tem um poder maior de atuação como agente público.

Uma primeira aproximação pode ser pelo grau de investimento adquirido pelo Brasil nos últimos anos. Nos momentos de incerteza internacional os agentes procuraram alocar os seus capitais em direção a segurança³ dos países desenvolvidos, levando ao "encurtamento" da liquidez internacional. Como a crise foi originária e teve seus piores agravamentos nos países desenvolvidos é de se esperar que parte do capital tenha preferido ficar nos países em desenvolvimento, com taxa de remuneração mais atrativa. Porém, como já foi mostrado no gráfico 5 da conta financeira no ano de 2008 ocorreu uma fuga de capitais do país.

A melhoria geral da economia brasileira na crise de 2009 não representa uma melhora dos índices econômicos globais, pois a economia mundial vem sofrendo até hoje com baixos índices de crescimento, principalmente na Europa e em outros países desenvolvidos. A melhora é observada em países como China, que são o maior mercado consumidor do mundo e a segunda maior economia do planeta.

A resposta a melhora rápida e a superação da crise têm que ser explicada de maneira endógena. No caso brasileiro o Estado teve papel crucial com suas medidas macroeconômicas.

² Período dentro do ciclo econômico de um país, onde os indicadores econômicos como o PIB são baixos ou negativos.

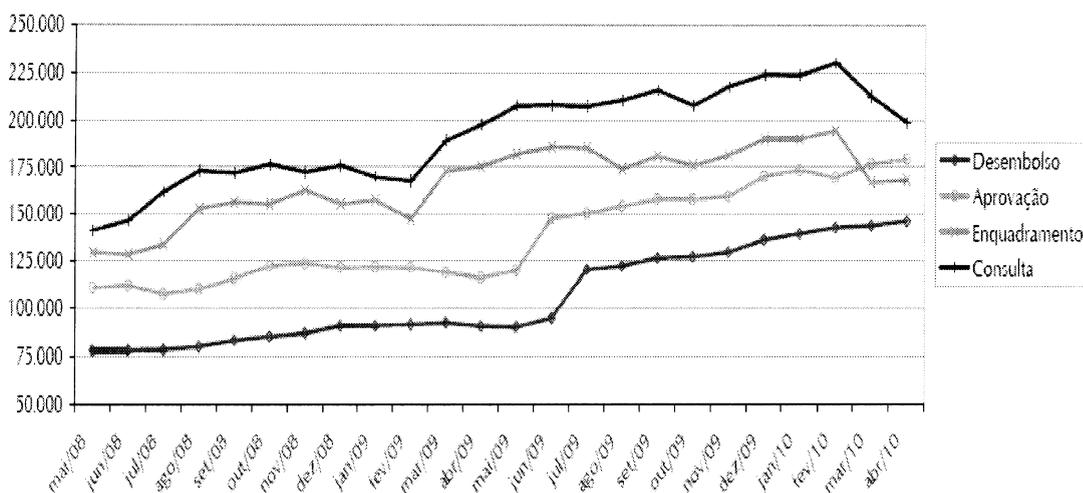
³ Para os agentes a segurança são ativos livres de risco, como os títulos do tesouro americano.

Primeiramente, uma das principais ferramentas do Governo de atuação direta na economia é o BNDES, que nos últimos anos vem aumentando sua importância como financiador de investimentos.

Na comparação entre os anos de 2003 com 2009, o índice de contribuição do BNDES à formação bruta de capital fixo, FBCF, passou de 10,1% em 2003 para 13,3% em 2008.⁴

Nos momentos de crise nos quais se observa uma queda do volume de empréstimos e de acesso ao crédito dos setores privados, o BNDES se mostrou importante financiador com um aumento expressivo do volume de crédito como se observa no gráfico 6.

Gráfico 6 – Evolução dos desembolsos e aprovação dos empréstimos do BNDES – acumulado últimos 12 meses em milhões de reais.



Fonte/Elaboração: Boletim de Desempenho do BNDES Abril/2010.

Nos setores de atuação do BNDES e na sua importância no volume total dos empréstimos nos últimos doze meses, tendo como referência abril de 2010 com último mês, a indústria representa 43%, os gastos em infraestrutura 36%, comércio e serviços 15% e a agropecuária 6%, sendo o seu volume total de desembolso R\$ 146, 4 bilhões.

Com isso, temos que o BNDES é o principal fomentador estatal do investimento brasileiro, com papel dinamizador da economia e como agente

⁴ A fonte utilizada foi o Boletim de Desempenho do BNDES Abril/2010.

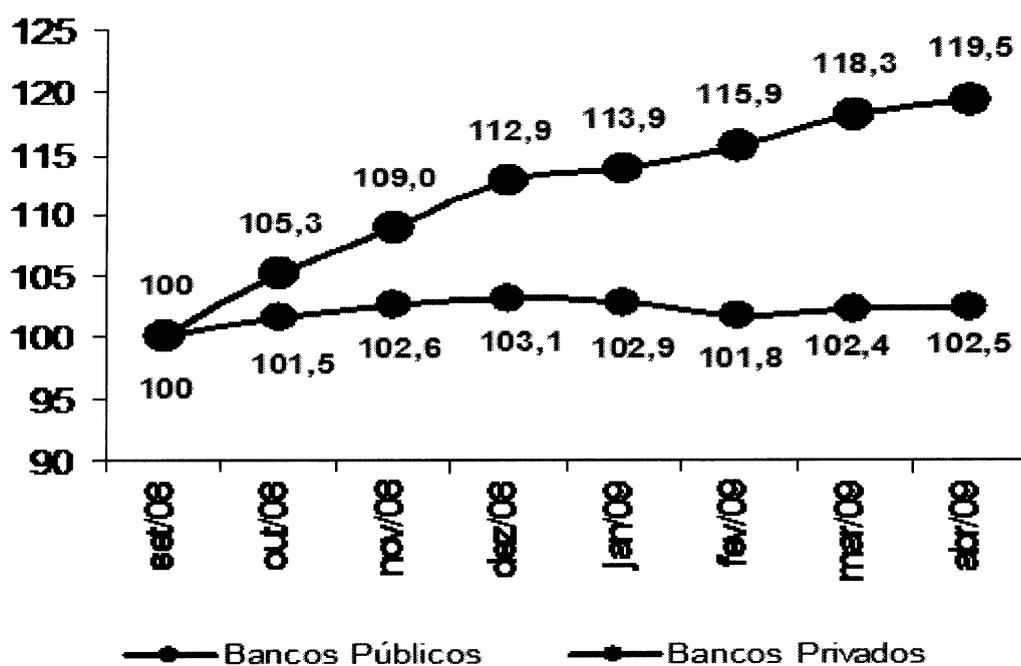
anticíclico dos momentos de queda dos investimentos privados. Assim, o BNDES foi o agente creditício do Governo para a rápida recuperação da crise instalada em 2008.

Um segundo agente importante e dinamizador da economia brasileira que teve papel importante durante o período de crise global foram os bancos públicos. Com a diminuição da oferta de crédito pelo setor bancário privado, os bancos públicos assumiram uma posição central na concessão do crédito.

Os dados acerca da contribuição do crédito bancário no período mais conturbado da crise de setembro de 2008 a abril de 2009 mostram que 80% do crédito vieram dos bancos públicos com 32% do BNDES e 48% dos outros bancos públicos, sendo o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal os principais.

No período ocorreu uma ampliação significativa dos bancos públicos frente aos bancos privados, como mostra o gráfico 7.

Gráfico 7 – Evolução do crédito bancário em bilhões de reais.



Fonte/Elaboração: BNDES

Os bancos públicos como mostrado acima, num curto período de tempo conseguiram uma elevada porcentagem dos níveis de crédito no mercado brasileiro, com forte incentivos governamentais. Com isso, o setor de crédito interno brasileiro conseguiu mesmo diante da crise e da fuga de capital ser um dinamizador anticíclico da economia.

A conclusão que se chega neste capítulo é que o Brasil conseguiu ser menos afetado diante da crise global, com uma queda do PIB brasileiro somente no ano de 2009. Os principais agentes Governamentais utilizados, o BNDES e os outros bancos públicos, conseguiram dar continuidade no setor financeiro interno assumindo até certo ponto o espaço dos bancos privados como financiador dos investimentos. Uma ligação entre as partes desse capítulo é a maneira que o Brasil encontrou para nos momentos de crise internacional e de baixa dos fluxos internacionais dar continuidade nas possibilidades de investimento, já que o Brasil como os outros países em desenvolvimento não conseguem controlar ou ao menos prever os ciclos de liquidez internacional.

Considerações finais

A presente monografia buscou identificar características dos ciclos econômicos em países em desenvolvimento, com fragilidades estruturais históricas e deficiências no mercado financeiro doméstico. A abordagem poskeynesiana teve um papel diferencial à economia clássica no tratamento do tema de flutuações, procurando nas diferenças estruturais das economias respostas customizadas as características dos países periféricos e em desenvolvimento.

A estrutura de funcionamento dos mercados financeiros passa a ser fator determinante dos indicadores econômicos, devido à integração financeira e principalmente produtiva dos países capitalistas. A fragilidade dos mercados financeiros desenvolvida por Minsky mostra o desequilíbrio e a tendência a crises econômicas que estão sujeitos os mercados financeiros e toda a economia.

O ciclo econômico em países desenvolvidos tem nos ciclos de liquidez internacional uma característica reflexa. A volatilidade dos fluxos de capitais externos influencia em características como PIB, balanço de pagamento, taxa de investimento e outros.

O modo de influência nas economias em desenvolvimento fica dependendo do grau de dependência aos fluxos externos e das fragilidades dos seus mercados domésticos de crédito, juntamente com o grau de desenvolvimento do seu sistema de inovações tanto nos setores produtivos com em novas tecnologias.

As correlações estatísticas entre taxa de variação da liquidez internacional e outras variáveis, buscaram corroborar os estudos heterodoxos de dependência das economias periféricas a dinâmica dos capitais internacionais.

Primeiramente, mostrou-se a relação entre os fluxos externos e o PIB de países como Brasil, Argentina e Chile. Depois a correlação dos mesmos fluxos internacionais com o balanço de pagamentos, investimento estrangeiro em carteira e, por sua vez, a taxa de investimento do Brasil. Os resultados alcançados mostram uma dependência brasileira, acentuada nos anos recentes (2000-2007) em comparação ao período anterior (1992-1999) podendo ser interpretado com uma fragilidade na dependência dos fluxos de capitais internacionais.

Como a dinâmica dos ciclos econômicos do ponto de vista keynesiano é obtida pelo investimento, a influência dos ciclos internacionais da liquidez acabam

por dar ou não dinamismo as decisões de investir dos empresários, acarretando um fator negativo de dependência de uma variável dessa magnitude.

Na crise recente o comportamento econômico brasileiro num primeiro momento foi de queda dos indicadores econômicos, como visto nas crises anteriores de aumento do desemprego e queda do PIB.

O aumento do mercado doméstico de crédito por parte dos bancos públicos, como BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal foi um dos principais fatores da rápida recuperação da economia brasileira, no momento em que os agentes privados contraíram o crédito. Outra questão importante foi à rápida volta dos fluxos internacionais para o Brasil.

Desta forma, a influência causada pela variação do ciclo da liquidez internacional afeta o mercado de crédito doméstico, que por sua vez determina parte das decisões em investimento. Assim, a resposta do Estado para com a crise atual foi incentivar o crédito usando os bancos públicos, porém é importante salientar que somente com a volta rápida dos fluxos internacionais o Brasil conseguir sair completamente da crise.

BIBLIOGRAFIA

AMADO, A. M. Minsky e o ciclo econômico: uma análise para economias periféricas. Florianópolis, *Anais do VIII Encontro de Economia Política*, 2003.

AMADO, A. & RESENDE, M. Liquidez Internacional e Ciclo Reflexo: Algumas Observações para a América Latina. *Anais do X Encontro Nacional de Economia Política*, 2005.

BIANCARELI, A. M. Integração, Ciclos e Finanças Domésticas: O Brasil na Globalização Financeira. *Campinas: IE-Unicamp*, tese de doutorado, 2007.

BURDA, M. & WYPLOSZ, C. Macroeconomia: Uma Abordagem Européia. Rio de Janeiro, Ed. LTC, 3ª edição, 2001.

CARNEIRO, R. Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Ed. Unesp, 2002.

CARNEIRO, R. Globalização financeira e inserção periférica, *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 13, p. 57-92, dez. 1999.

CARVALHO, F. "Keynes, a instabilidade do capitalismo e a teoria dos ciclos econômicos" *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 18 (3), dezembro de 1988.

DAVIDSON, P. *International money and the real world*. London, Macmillan, 1992.

KEYNES, J.M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo, Nova Cultural, 1988 a.

KEYNES, J.M. Teorias alternativas da taxa de juros. In *Clássicos da Literatura Econômica*, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1988b.

KEYNES, J.M. A teoria *ex ante* da taxa de juros. In *Clássicos da Literatura Econômica*, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1988c.

LONG J. & PLOSSER C. "Real Business Cycles", *Journal of Political Economy*, fevereiro de 1983.

MINSKY, H.P. *Inflation, Recession and Economic Policy*. M.E.Sharpe, New York, 1982.

MINSKY, H.P. Integração financeira e política monetária. *Economia e Sociedade*, Campinas, v 3, p. 21-36, dez. 1994.

RESENDE, M.F.C. Inserção internacional, arranjos financeiros e crescimento da economia brasileira. Tese de Doutorado apresentada ao departamento de Economia da UnB, 2003.

SACHS, J.D & FARRAIN, F. Macroeconomia em uma economia global. São Paulo: Makron Books, 2000.

STUDART, R. *Investment finance in economic development*. London, Routledge, 1995.

THIRLWALL A. P. A Natureza do Crescimento Econômico: Um referencial alternativo para compreender o desempenho das nações. IPEA Brasília, 2005.