

A ABERTURA ECONÔMICA DO BRASIL E SUAS CONSEQUÊNCIAS SOBRE A DETERMINAÇÃO DO INVESTIMENTO

*Diogo Daniel Bandeira de Albuquerque**

*Luiz Paulo Fontes de Rezende***

*Nayana Rosa Freire****

Resumo: O artigo apresenta o processo de abertura econômica do Brasil e demonstra, por meio de pesquisa bibliográfica e análise estatística de dados, como as variáveis determinantes do investimento são dispostas nesse novo paradigma. Por meio de um modelo de regressão múltipla, conforme o método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), se confirma a relação do investimento nacional com variáveis financeiras e de comércio internacional, que são determinadas internacionalmente. O modelo e as demais investigações expostas no decorrer do texto, permitem concluir que a abertura financeira no Brasil se deu de forma assimétrica, o que resultou em um aumento da instabilidade e queda da tendência de crescimento da taxa de investimento. A recuperação da economia brasileira e seu respectivo desenvolvimento estão condicionados a adoção de políticas de controle de capital especulativo e de incentivo à produção de bens com alta elasticidade.

Palavras-chave: Economia Brasileira. Financeirização. Investimento.

* Mestre em Economia pela UNICAMP. Professor da Universidade Estadual de Montes Claros (Unimontes)

** Doutor em Economia pela UFV. Professor da Universidade Estadual de Montes Claros (Unimontes) e da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).

*** Mestre em Economia pela UFV. Professora da Universidade Estadual de Montes Claros (Unimontes)

BRAZIL'S ECONOMIC OPENING AND CONSEQUENCES ON THE DETERMINATION OF INVESTMENT

Summary: The article presents the process of Brazil's economic opening and demonstrates, through bibliographical research and statistical analysis, the determinants of investment in this new paradigm. By using a multiple regression model, considering the method of Ordinary Least Squares (OLS), to confirming the relationship between the national investment and financial variables and international trade both determined internationally. The model and other investigations exposed in the course of the text, allow to conclude that the financial opening in Brazil occurred asymmetrically, which resulted in an increase in instability and collapse of the growth trend in the rate of investment. The recovery of the Brazilian economy and its development are conditioned to adoption of speculative capital control policies and to encourage the production of goods with high elasticity.

Keywords: Brazilian Economy. Financerization. Investment.

APERTURA ECONÓMICA Y LAS CONSECUENCIAS EN LA DETERMINACIÓN DE LA INVERSIÓN DE BRASIL

Resumen: El artículo presenta el proceso de apertura económica de Brasil y demuestra, a través de investigación bibliográfica y el análisis estadístico de datos, tales como los determinantes de las variables de inversión se presentan en este nuevo paradigma. Mediante el uso de un modelo de regresión múltiple, como el método de mínimos cuadrados ordinarios (MQO), confirmando la relación de la inversión nacional con comercio internacional y de variables financieras, que se determinan a nivel internacional. El modelo y las otras investigaciones expuestas en el texto, permiten concluir que la apertura financiera en Brasil ocurrió asimétricamente, que dio lugar a un aumento en la inestabilidad y el colapso de la tendencia de crecimiento en la tasa de inversión. La recuperación de la economía brasileña y su desarrollo están condicionadas a la adopción de las políticas de control de capitales especulativos y para favorecer a la producción de bienes con alta elasticidad.

Palabras clave: Economía brasileña. Financiarización. Inversión.

1 INTRODUÇÃO: INSERÇÃO ASSIMÉTRICA DO BRASIL

A forma de inserção das economias periféricas, em especial dos países da América Latina, no mercado financeiro internacional restringiu a política econômica desses países às condições de reprodução internacional e à instabilidade do capital financeiro (OCAMPO, 2001). Ao invés de centrar esforços para a superação ao subdesenvolvimento, os Estados desses países passaram a ser sobrecarregados com o alto custo da estabilidade de uma economia aberta e vulnerável ao capital financeiro especulativo (BRUNO, 2012).

Com efeito, a política monetária se manifesta como uma ferramenta cuja finalidade seria controlar os desequilíbrios cambiais gerados pelos constantes movimentos especulativos do capital financeiro internacional (ANDRADE e PRATES, 2012; CONTI, BIANCARELLI e ROSSI, 2013). O manejo das reservas internacionais e o estímulo às exportações vão ao mesmo sentido (ANDRADE e PRATES, 2012).

A política do aumento do volume de reservas se deu início logo após a liberalização financeira. Segundo Kucinski (1996), essa política teve início no ano de 1992 contemplando a necessidade do Brasil em satisfazer as expectativas internacionais sobre a estabilidade econômica do país. Contudo, tal política foi inicialmente conduzida com o manejo de capitais de curto prazo e com um alto diferencial de juros. O autor estima que tal diferencial real de juros chegou a 3% ao mês nos anos de 1994 e 1995, o que representou um elevado custo para os cofres públicos e resultou em aumento da dívida do Estado.

A figura 1 apresenta o total mensal das Reservas internacionais líquidas do Brasil entre os anos de 1970 até junho de 2016. A figura demonstra que o aumento na quantidade de reservas passou a ser verificado a partir de políticas liberalizantes ocorridas desde 1987, quando se iniciou uma política de redução nas taxas do imposto sobre a importação e foi permitida a negociação por investidores estrangeiros nos títulos de valores mobiliários (AVERBUG, 1999; SILBER, 2003; LAAN, 2014)¹.

¹ Quanto ao marco liberalizante, os teóricos não chegam a um consenso, segundo Laan (2014) o marco teria sido em 1987, quando o Banco Central do Brasil (BACEN) introduziu a resolução 1289 que permitia o investimento estrangeiro em valores mobiliários. Para mais informações sobre o tema, ler Laan (2014), Freitas e Prates (2001), Averbug (1999); Silber (2003) e Faria et al (2009).

Figura 1 – Reservas Internacionais 1970-2016

Elaboração Própria, dados BACEN.

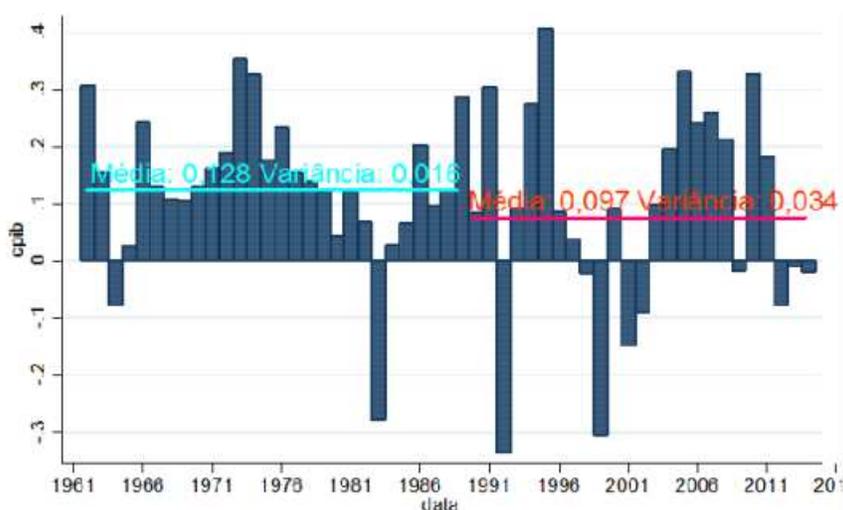
O programa de abertura econômica e financeira brasileiro se intensificou em 1990 com a Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE) (AVERBUG, 1999) e, principalmente, a partir de 1991, quando foram instituídas várias políticas de incentivo a entrada de capital financeiro no país. Entre elas se encontravam medidas de acesso de Investidores Institucionais ao mercado financeiro nacional e a Emissão de Títulos no Exterior (FREITAS e PRATES, 2001).

Além dos custos concretos, a abertura econômica gerou custos incalculáveis decorrentes da instabilidade resultante do aumento da dependência relativa as condições externas. Quanto mais aberta e integrada a economia periférica – como se verifica no caso brasileiro – maior tende a ser a instabilidade. Mesmo que todos os fatores internos inerentes à economia periférica sejam considerados sólidos, qualquer distúrbio externo pode alterar as condições internas de estabilidade e iniciar um processo depressivo. Nessas economias, a instabilidade é a regra. Seus ciclos são determinados pelo ciclo de valorização do capital financeiro internacional. Suas principais variáveis como o investimento, o balanço de pagamentos e até o gasto do governo e o consumo das famílias passam a acompanhar tal oscilação (COUTINHO e BELLUZZO, 1998).

É possível demonstrar a instabilidade supracitada pela simples apresentação da figura 2, que mostra a evolução da taxa de crescimento do PIB brasileiro entre os anos de 1962 e 2014, em termos de poder de compra, com relação ao ano imediatamente anterior², simultaneamente a figura apresenta a comparação entre dois períodos, o primeiro vai de 1962 até 1987, ano em que este artigo considera como marco para a abertura financeira do Brasil. O segundo período considera o espaço de tempo que vai de 1987 até 2014, o qual as políticas liberalizantes foram sendo implementadas e desenvolvidas. Como é possível visualizar a instabilidade econômica brasileira se elevou consideravelmente a partir da década de 1990. Essa instabilidade é demonstrada em números, a variância do crescimento do PIB em termos de poder de compra mais que dobrou de um período para o outro e sua média anual caiu quase pela metade.

A variância, que era de cerca de 0,016 no primeiro período, passa para 0,034 após a abertura financeira. Enquanto que o crescimento médio anual prévio ao período de liberalização foi de 0,128%, o período de pós liberalização marcou crescimento médio de apenas 0,097%.

Figura 2 - Evolução da taxa de crescimento do PIB brasileiro em termos de poder de compra entre 1962 e 2014



Elaboração própria. Dados Banco Mundial.

² Os dados do PIB estão em termos de poder de compra e são calculados em dólares americanos.

Nessa perspectiva, Ocampo (2001) relata que as economias periféricas abertas não são autossuficientes no processo de valorização de capital e muito menos na consecução do seu desenvolvimento. Essas economias seriam “*business cycle/policy takers*”, pois internalizariam as consequências dos distúrbios gerados no exterior e também arcariam com os custos de políticas prudenciais que teriam a função de evitar que tais distúrbios se traduzam em uma potencial crise sistêmica.

Apesar do fluxo financeiro nos países periféricos representar apenas uma pequena parte dos fluxos registrados nos países desenvolvidos (ANDRADE e PRATES, 2012), eles são praticamente unidirecionais, baseados em convenções e capazes de distorcer as taxas de câmbio e, conseqüentemente, afetar as condições de estabilidade macroeconômica dos países mais fragilizados e abertos (CONTI, BIANCARELLI e ROSSI, 2013).

A adoção de políticas pró-cíclicas por parte dos Estados periféricos, tais quais descritas em Ocampo (2001), visam controlar os distúrbios da inflação – inflamada durante o processo de expansão e agravada após a desvalorização cambial – e evitar uma crise cambial. As políticas adotadas centram-se na ampliação da taxa de juros e na gestão de reservas cambiais. Tais medidas provocam uma redução do consumo das famílias, em função tanto da reavaliação do mercado sobre seus estoques de riqueza como pelo efeito cambial, e uma redução do investimento por parte dos empresários, que têm seus lucros corroídos tanto pela redução do consumo como pelo aumento da taxa de juros (COUTINHO e BELLUZZO, 1998).

Tal fato é consoante à hierarquia de moeda (ANDRADE e PRATES, 2012) que condiciona a demanda – dos detentores da riqueza financeira mundial – por maiores prêmios de risco para atuar no mercado financeiro das economias periféricas. Na recessão ocorre uma fuga para as “*Central Currencies*”, em especial para o dólar, o que implica em adoção de medidas pró-cíclicas por parte dos governos das economias periféricas que, por sua vez, afeta as condições de internas de valorização do capital. Com a abertura financeira, a valorização de capital nos países periféricos passou a ser influenciada por ações especulativas de investidores institucionais internacionais.

Na próxima seção deve ser apresentada a relação entre variáveis financeiras e a decisão do investimento. A terceira seção deve abordar os

aspectos metodológicos desta pesquisa. Em seguida, são expostas as séries que fazem parte do modelo, cujos resultados serão apresentados na seção seguinte. Por fim, estão descritas as conclusões do estudo.

2 RELAÇÃO ENTRE SETOR FINANCEIRO E A DECISÃO DE INVESTIMENTO

É pacífico o entendimento de que os investimentos são avaliados de acordo com as expectativas dos empresários sobre a taxa de lucro, que se manifesta no preço de ativos no setor financeiro (TOBIN, 1969, & BOLTON, CHEN e WANG, 2016). Nessa perspectiva, de acordo com Tobin (1969) os preços das ações no mercado financeiro seriam uma boa aproximação da avaliação do mercado para os investimentos a serem realizados pelas empresas.

Não obstante, com a abertura financeira do Brasil, investidores institucionais passaram a alocar seus recursos de modo especulativo na bolsa de valores, o que provocou uma distorção nos preços dos ativos negociados no pregão e reduziu a capacidade dos *boards* das empresas em determinar os melhores investimentos e em quais momentos realiza-los.

O *board* toma decisões que maximizam, não o lucro da empresa no longo prazo, mas seus próprios retornos. Como os rendimentos dos executivos são atrelados ao desempenho financeiro da empresa no curto prazo, monitorados e constantemente avaliados no mercado, a tomada de decisão passa a ser atrelada ao rendimento financeiro de agentes especulativos ao passo em que negligencia investimentos necessários para a sobrevivência e o crescimento da empresa no longo prazo (CINTRA e CAGNIN, 2007).

Os executivos das empresas devem seguir a disciplina imposta pelos mercados: se a corporação for mal gerenciada (*under-performing management*) e/ou se os dividendos forem negligenciados, os investidores reagirão, vendendo ações. Consequentemente, seus preços se deprimirão e a empresa ficará exposta a processos hostis de *takeovers* [...]. Essa dinâmica forma um sistema empresarial extremamente competitivo, em que prevalece a tirania dos balanços trimestrais, uma vez que as performances das corporações

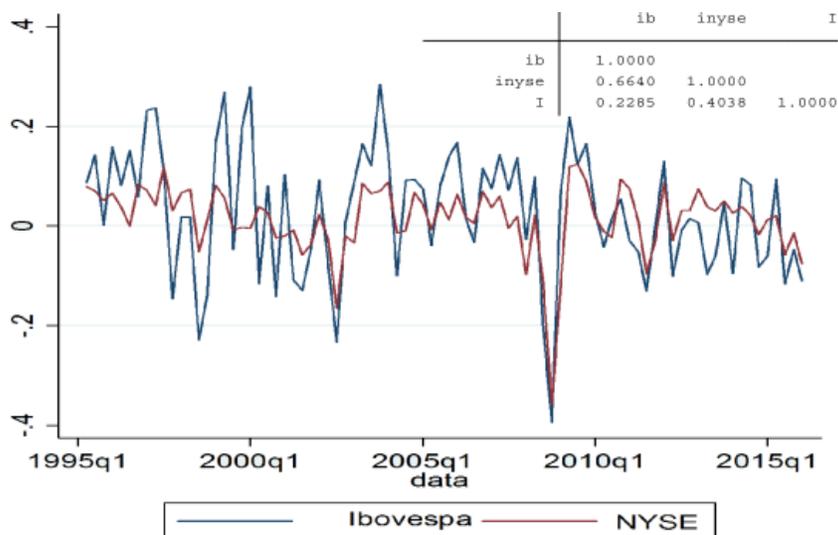
são permanentemente monitoradas pelos mercados. (CINTRA e CAGNIN, 2007, p. 38)

Poderosas instituições financeiras são responsáveis por grande parte do volume de recursos transacionados diariamente no mercado financeiro. Apesar de impactarem diretamente nas decisões das empresas, essas transações não são efetuadas em consequências de boas ou más decisões da alta gerência, mas objetivando maximizar os rendimentos financeiros controlados por enormes instituições financeiras de ação global. Assim, uma boa decisão para a empresa não necessariamente eleva a demanda dos investidores institucionais. O que só acontece se, e somente se, houver expectativa de aumento do capital financeiro no curto prazo (BRAGA, 1993).

Antes um bom sinalizador de investimentos, atualmente a bolsa de valores se transforma em um “jogo de cassino” global, onde apenas grandes *players* – os investidores institucionais – “sentam a mesa”. Qualquer quebra nas expectativas desses *players* afeta os mercados emergentes, entre eles o brasileiro.

Na figura 3 é possível vislumbrar a dependência do mercado financeiro brasileiro às expectativas do mercado financeiro global. Nessa figura é apresentada uma relação entre o rendimento (diferença do logaritmo natural) da média diária do Ibovespa (ib) com a Bolsa de Nova York (inyse) por trimestres. A figura também apresenta correlação entre estas variáveis, além da correlação destas com o rendimento a variação da Formação Bruta de Capital Fixo (na imagem descrita como “I”). Como demonstra os dados, não há uma relação forte entre a variação do investimento com a valorização dos ativos no mercado financeiro. Enquanto que a valorização média da bolsa brasileira tem uma alta correlação com a variação dos índices da bolsa americana, esta correlação é de aproximadamente 0.66.

Figura 3 – Rendimento médio diário do Ibovespa e do NASDAQ e sua correlação



Fonte: Banco Central do Brasil, Nasdaq e London Stock Exchange.

Devido às constantes e fortes flutuações que enfrentam as economias periféricas inseridas no mercado financeiro internacional, a assimetria financeira reforça a assimetria produtiva por impedir um processo estável, contínuo e sustentável de valorização de capital o que se manifesta nas variáveis agregadas componentes do PIB.

3 METODOLOGIA

Além dos dados e das relações apresentadas nas seções anteriores, para a demonstração dos resultados foram catalogados dados sobre a Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF), da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), do Ibovespa, e das exportações e importações com o exterior. Esses dados foram catalogados junto com o Banco Central do Brasil, e IBGE. Os dados são trimestrais e compreendem o período de 1995 a 2016. A FBKF e o comércio exterior estão em milhões de reais à preços constantes de 1995, com ajuste sazonal.

É realizada uma regressão linear múltipla seguindo o método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para relacionar a variável dependente, FBKF, às variáveis: TJLP; Ibovespa e; comércio exterior, com o

objetivo de demonstrar a importância destas na determinação da primeira. E, principalmente para demonstrar como o setor externo, tanto em termos de variáveis financeiras, como reais, afetam as condições internas de valorização do capital.

O modelo de Regressão Linear com múltiplas variáveis tem por objetivo estudar as relações entre a variável dependente (y) e variáveis independentes (x) (GREENE, 2003). Abaixo pode-se observar uma formulação algébrica que expressa essa relação:

$$y = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_{kj}x_k + \varepsilon$$

O termo ε corresponde ao distúrbio aleatório e os b são os coeficientes angulares encontrados.

Aplicando o método MQO de regressões múltiplas ao presente estudo, foi elaborado o seguinte modelo:

$$I_t = b_0 + b_1tjlp_t + b_2ib_{t-1} + b_3T_t$$

As variáveis do modelo apresentado são

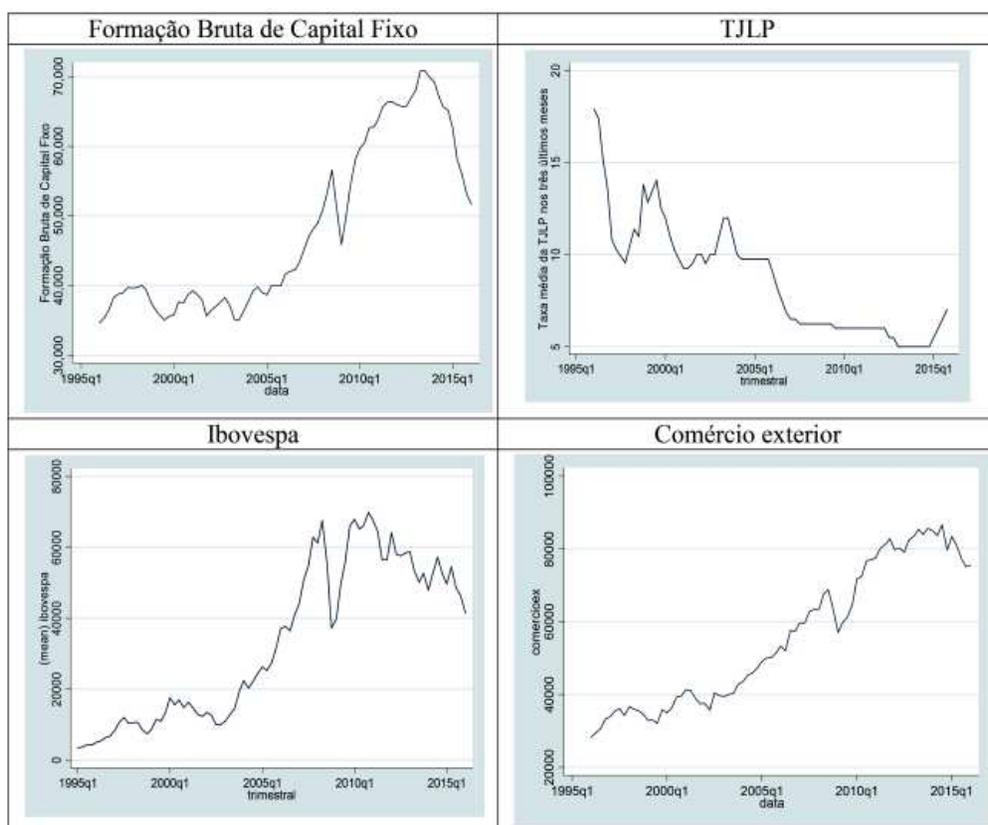
- I = primeira diferença do logaritmo natural da Formação Bruta de Capital Fixo
- tjlp = primeira diferença do logaritmo natural da Taxa de juros de longo prazo
- ib = primeira diferença do logaritmo natural da média diária do IBOVESPA
- T = primeira diferença do logaritmo natural das transações com o exterior (Exportações + Importações)

Baseando-se na teoria, e respeitando o Teorema de Gauss-Markov – do melhor estimador não viesado (BLUE) – verificou-se por meio de gráficos, teste de raiz unitária (Phillip-Perron e Dickey-Fuller), de normalidade (Jarque-Bera e de Shapiro e Wilk), de heterocedasticidade (Breusch-Pagan), de autocorrelação (análise gráfica e testes de Breusch-Godfrey e Durbin-Watson) que as variáveis são estacionárias, e os resíduos são independentes e identicamente distribuídas.

4 OS DADOS

Os dados utilizados no modelo de regressão múltipla, são apresentados na Figura 4. São eles a Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF), a TJLP, o Ibovespa médio no trimestre e, o somatório das exportações e importações no trimestre (o que é chamado aqui como Comércio exterior. Estas variáveis são analisadas nas subseções seguintes.

Figura 4 – Gráficos dos dados trimestrais da FBKF, TJLP, Ibovespa (média diária no trimestre) e Comércio exterior (exportações e importações)³.



Elaboração própria: dados do IBGE.

³ Os dados de FBKF e Comércio exterior estão em milhões de reais a preços de 1995 e com ajuste sazonal.

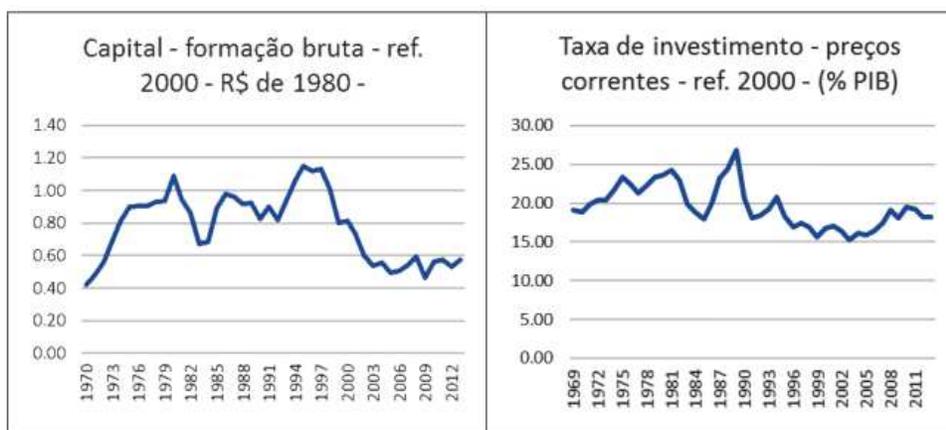
4.1 O investimento

O gráfico que apresenta a FBKF, na figura 4, está em milhões de reais. Como é apresentado houve uma evolução no volume dos gastos em investimento no período pós liberalização. De fato, o período pós abertura apresenta um aumento significativo no volume de investimentos diretos trazidos para o País, assim como da entrada de capitais especulativos de curto prazo.

Mesmo com o aumento no volume de investimento, não se pode afirmar que houve um aumento na velocidade de acumulação do investimento no período pós abertura. O primeiro gráfico da figura 5 mostra a série encadeada pela taxa de variação real anual da à preços do ano anterior (base móvel). Desse gráfico é possível observar com clareza que os anos anteriores à abertura financeira apresentam uma tendência de crescimento da base móvel, o que se inverte nos anos posteriores. Este fato elucida uma tendência a redução da taxa de crescimento real da FBKF no país.

O segundo gráfico da Figura 5 apresenta a taxa de investimento do país com relação ao PIB. É possível observar que a partir dos primeiros anos da abertura econômica se inicia um processo de redução desta relação, o que corrobora com a tese de que a abertura econômica não foi capaz de aumentar a taxa de investimento em proporção ao crescimento do PIB do país. De fato, esta taxa passa a ser inferior a que era no final da década de 1960.

Figura 5. Gráficos de FBKF e de taxa de Investimento



Elaboração Própria. Fonte: IPEADATA.

Nessa perspectiva, o crescimento brasileiro ao longo do período pós-abertura foi marcado pela instabilidade. Instabilidade não apenas derivada de variáveis financeiras, mas também do setor real. É essa perspectiva que é esboçada por Keynes (1996) e por uma série de economistas da Teoria do Crescimento (DOMAR, 1946; HARROD, 1939; KALDOR, 1963), ou seja, um crescimento equilibrado de longo prazo depende da expansão dos investimentos. Quanto maior a renda desta economia, maiores seriam os recursos que teriam de ser alocados com bens de investimentos para manter um estágio de crescimento equilibrado no longo prazo.

4.2 Taxas de Juros

O segundo gráfico da quarta figura apresenta a média trimestral da Taxa de Juros de Longo prazo entre os anos de 1995 e 2015. É facilmente observável que após a abertura financeira essa taxa apresentou uma tendência a queda. Essa tendência a queda da TJLP decorre da estabilização monetária, que se deu a partir daquela década, da queda da âncora cambial e da política efetiva do governo de estímulo ao investimento (FRANÇA, GRASEL e PEREIRA, 2003) e que continuou nas décadas seguintes (COUTO e TRINTIM, 2012).

Nessa perspectiva, podemos perceber que a liberalização econômica não se deu com a total retirada do papel do Estado no incentivo à economia nacional. De fato, houve um recrudescimento do papel do Estado no desenvolvimento e no estímulo a diversos setores da economia nacional, principalmente a partir da década de 2000 (MATTEI e MAGALHÃES, 2011).

Contudo, a política econômica que determinou a queda da TJLP, e que representou um dos poucos incentivos ao investimento no momento pós-abertura, também era outro fator desestabilizante. Na figura 6 é apresentado o diferencial médio entre juros de curto e longo prazo, em termos trimestrais, entre os anos de 1995 e 2016. Segundo esses dados, pode-se observar que a política de redução da taxa de juros de longo prazo tem um alto custo para os cofres públicos, uma vez que os investimentos de longo prazo são capitalizados com empréstimos de curto prazo (FIERGS, 2003). Esse diferencial de juros se reduz ao longo das duas décadas

analisadas, mas não se pode afirmar que houve uma queda no custo de financiamento dos investimentos de longo prazo, já que não são apresentados dados sobre o volume desses financiamentos, que aumentaram muito com as políticas do BNDES a partir da década de 2000 (COUTO e TRINTIM, 2012).

Figura 6 – Diferencial médio de juros de curto e longo prazo entre 1995 e 2016



Elaboração própria. Dados disponíveis no BACEN.

4.3 Ibovespa

Os dados relativos ao índice Bovespa, apresentados na figura 4, correspondem a média diária trimestral do índice. Esses dados sofreram alterações metodologias em 1997 e foram ajustados para o exercício de comparação com outros indicadores financeiros e para análise da regressão. E, como ficou demonstrado na segunda seção, o Ibovespa tem uma forte correlação com outros indicadores de importantes bolsas de valores internacionais.

Na seção dois foi apresentada a tese de que os agentes atuam no mercado de ações de forma a valorizar riqueza financeira em um curto espaço de tempo. Assim, quando agentes especulativos das economias

centrais avaliam o risco como moderado ou baixo, a rentabilidade dos títulos dessas economias se reduz, tornando atrativos os títulos de países periféricos. Nessa etapa do ciclo ocorre um aumento na demanda por ativos que representam as companhias abertas dos países periféricos e conseqüentemente o diferencial do valor destes títulos, com relação ao presente, tende a se tornar positivo, o que é apresentado na figura três como um rendimento. Perceba que quando há uma reversão nas expectativas ocorre uma queda na demanda por estes ativos e condiciona uma redução na rentabilidade média. Ou seja, expectativas criadas nas economias centrais determinam os preços das ações e conseqüentemente o diferencial de preços, que corresponde ao lucro especulativo dos agentes que transacionam esses títulos.

A seção dois também demonstrou que existem vínculos entre a esfera financeira e produtiva que podem afetar a decisão do investimento, afinal as ações negociadas na Bovespa representam os ativos “reais” de uma empresa. Teoricamente, se o balanço dessas empresas demonstra um ganho de capital, haveria uma alteração na avaliação da empresa no mercado de ações, mas não necessariamente isso acontece. A valorização das ações depende da anuência expectativa de a gentes especulativos que transacionam enormes volumes de títulos.

No mesmo sentido, novos investimentos ficam condicionados à disponibilidade financeira, que pode ser efetuado com recursos próprios e de terceiros, ou seja, através de incorporação de capital e/ou financiamentos (POSSAS, 1987). Quanto aos financiamentos, são realizados sob condições que dependem do valor da empresa, avaliada no mercado financeiro. Já às novas incorporações de capital, dependem da expectativa dos acionistas sobre a valorização dos seus ativos.

4.4 Transações com o Exterior

O volume de transações com o exterior, apresentado na figura 4 em milhões de reais, corresponde a soma dos valores de exportação e importação. Este volume de transações, quando relacionado com o Produto Interno Bruto (PIB), é um importante indicador da abertura comercial do país. Quanto maiores os volumes de transações com o exterior em termos do PIB, maior seria o grau de abertura (FARIA, PAULA, *et al.*, 2009).

A Figura 4 mostra que o período pós abertura apresentou uma tendência de crescimento no volume das transações com o exterior. Acompanhando o crescimento do comércio exterior, houve um aumento no indicador de abertura comercial brasileira, que se deve principalmente as reduções das barreiras de importação e vários acordos bilaterais e multilaterais (AVERBUG, 1999 & SOUZA, 2012).

5 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Como descrito na seção 3, foi elaborado um modelo de regressão múltipla que confirmou a relação entre as variáveis descritas na seção anterior. Para todas as variáveis foram consideradas a primeira diferença do logaritmo natural. Na tabela 1 é possível observar variáveis com seus respectivos coeficientes e alguns testes sobre o modelo e seus distúrbios. Todos os coeficientes são significantes a nível de 5%. O modelo especificado apresenta a seguinte relação:

$$I_t = -0,232tjlp_t + 0,07ib_{t-1} + 0,33T_t$$

Tal como mostra o modelo esboçado acima e a tabela 1, o investimento do trimestre pode ser explicado pela TJLP do mesmo trimestre, pelo rendimento do mercado acionário no trimestre imediatamente anterior (L.ib) e pelas transações com o exterior no mesmo período (T). Estas variáveis são capazes de explicar cerca de 45% do investimento presente⁴.

⁴ Para um modelo de explicação do investimento, o R² é relativamente alto dado é a dificuldade de estimar fatores como “animal spirits”, principal determinante do investimento (KEYNES, 1996).

Tabela 1 – Modelo de Regressão Multipla e alguns testes.

VARIABLES		TESTES SOBRE AS VARIÁVEIS			TESTES SOBRE O MODELO E SEUS RESÍDUOS	
		JB	DF	PP		
I		3.038	-4.631***	-29.100***	White's test	0.5822
					Breusch-Godfrey LM test	0.4396
tjlp	-0.232	.4516	-4.385***	-35.222***	Durbin-Watson d-statistic	1.939207
	(3.65)**				Ramsey RESET test	0.7549
L.lib	0.070	2.916	-6.985***	-60.466***	Observations	73
	(2.67)**				R-squared	0.45
T	0.330	1.195	-9.374***	-90.355***		
	(4.42)**					
Constant	-0.002					
	(0.57)					
Disvio Padrão entre parênteses		Obs. Todas as variáveis têm distribuição normal	Obs: As séries são estacionárias		*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1	

Elaboração própria. Software Stata

Conforme demonstra a tabela 1 acima, a TJLP apresenta comportamento condizente com a teoria. Afinal, taxa de juros representam custo para o financiamento do investimento além de apontar na direção de expectativas sobre o futuro da economia. O modelo demonstra que para cada ponto percentual de crescimento da TJLP sobre a TJLP passada há uma queda em 0,232% no volume de investimentos. Assim se a TJLP é de 5% e sofre um aumento de 1%, temos que a nova taxa será de 5,05%. Se o investimento era de 100 bilhão de reais, ele deve ser reduzido em 232 milhões no período seguinte, *coeteris paribus*.

O rendimento médio do mercado de ações é um bom indicador para a determinação do investimento conforme demonstrado na segunda seção. A decisão de investimento é realizada de acordo com a expectativa de lucros dos empresários (KALECKI, 1977) que pode ser baseada sobre a avaliação de ativos financeiros no mercado de ações (TOBIN, 1969). Assim, a variação de uma ação em um trimestre impacta positivamente o volume de investimentos nesta empresa no trimestre posterior. Para cada variação de 1% no preço da ação, o investimento na empresa deve variar na média de 0,07% no trimestre subsequente.

A relação positiva entre a valorização de ativos financeiros é consonante a Teoria de Tobin de que o investimento em uma empresa depende da relação entre o valor da empresa no mercado de ações e o valor de reposição de seus ativos fixo (TOBIN, 1969). Contudo, como visto na segunda seção, o valor financeiro da empresa varia de acordo com o movimento especulativo realizado por investidores institucionais. Se ocorre uma grande demanda por esses agentes por ativos de uma determinada empresa, ocorrerá um aumento no valor financeiro da empresa que estimulará novos investimentos, mesmo se esta empresa apresente um balanço financeiro deficiente e insustentável em médio e longo prazo.

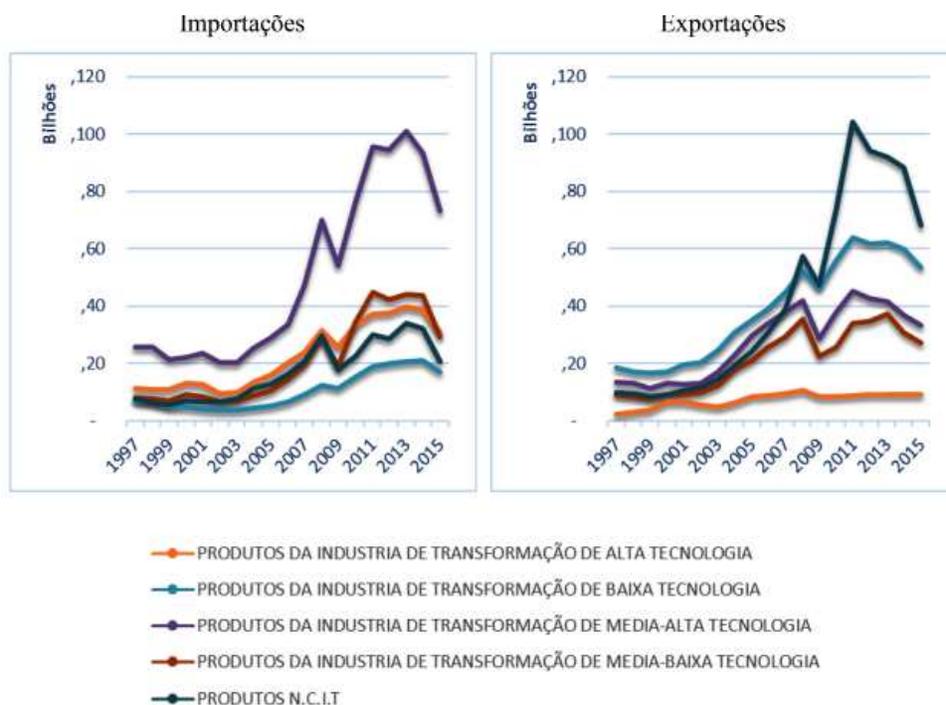
A liberalização comercial trouxe impacto positivo para o aumento do investimento, é o que mostra o modelo. Para cada aumento em um ponto percentual no volume de comércio internacional o investimento é elevado em 0,33%. De fato, este é a variável mais importante do modelo aqui demonstrado. O que é condizente com a teoria, dado que exportações representam demanda para as empresas nacionais, o que possibilita o aumento dos lucros e incentiva novos investimentos, muitos dos quais só são realizados com a importação de máquinas e equipamentos do exterior. Por outro lado, um desaquecimento da economia nos principais parceiros econômicos reduz drasticamente o investimento no Brasil. Assim, qualquer distúrbio externo que altere as relações comerciais do país afeta a decisão de investimento do Brasil.

Cabe evidenciar a Lei de Thirlow (2005), a qual demonstra que há de fato um crescimento da renda e do investimento em países periféricos com o aumento no comércio internacional. Contudo, no longo prazo este crescimento é inferior ao crescimento do resto do mundo para os países

que se especializam em uma base exportadora de produtos com baixa elasticidade, o que é o que acontece no Brasil.

A título de ilustração é apresentada a figura abaixo, onde se enquadram os gráficos de Importações e Exportação brasileiras segundo a categoria tecnológica. Os valores estão em bilhões de reais, contemplam os anos de 1997 à 2015 e são classificados segundo alta, média-alta, média-baixa, baixa tecnologia e produtos que não são correlatos a Pesquisa e Desenvolvimento, N.C.I.T⁵.

Figura7 – Transações comerciais segundo à tecnologia dos bens entre os anos de 1997 e 2015.



Elaboração própria. Fonte de dados MDIC

De acordo com a figura 7 o Brasil aumentou o ritmo de crescimento por importações principalmente de produtos de média-alta tecnologia.

⁵ Tratam-se de produtos de baixo valor agregado e que não compõe a Indústria de Transformação.

Percebe-se que esse volume de importações se distancia dos demais tipos de bens importados. Perceba também que os setores de média-baixa tecnologia e de alta tecnologia também ganharam muita importância na pauta de importações nos últimos anos. No caminho oposto, a pauta de exportações do Brasil se consolida cada vez mais em produtos de baixa tecnologia, especialmente nos N.C.I.T e de baixa tecnologia.

5 CONCLUSÕES

A pesquisa apresentou o processo de abertura econômica brasileira, demonstrou que essa abertura se deu de forma assimétrica e que condicionou a economia deste país ao ciclo de valorização do capital internacional, o que à tornou mais instável e sujeita a ataques especulativos de investidores institucionais com atuação global.

Além de elevar a instabilidade da economia brasileira, a abertura financeira não foi capaz de elevar a taxa de investimento em proporção do PIB, mas se verifica o oposto, houve um processo de tendência a redução da taxa de crescimento desta variável agregada. Mesmo sabendo que o volume de investimentos se elevou no período analisado, este aumento não foi capaz de recrudescer a relação investimento-PIB, o que condicionou um fator de instabilidade importante ao crescimento econômico de longo prazo, dois outros fatores de instabilidade relativamente ponderáveis são: 1) a diferença entre a taxa de juros de curto e de longo prazo; 2) O custo das reservas de conversíveis.

O diferencial de taxas de juros internas – de curto e longo prazo – sofreu um processo de redução ao longo do período de liberalização, contudo não se pode afirmar que o custo total de financiamento foi reduzido porque evidências demonstram que o volume de financiamento de longo prazo teria aumentado, principalmente a partir da década de 2000. Para chegar a uma conclusão definitiva sobre esta questão, deve ser realizado um estudo que apresente o volume de financiamentos de longo prazo e o custo para as instituições responsáveis por este crédito.

Verifica-se, porém, que é crescente o acúmulo de reservas internacionais com um alto custo para os cofres públicos. A diferença entre

taxas de juros internas e externas, somado ao crescimento do volume de reservas, levam a crer que, apesar da redução da taxa de juros interna, há um processo de crescimento dos custos da reserva, o que eleva a incerteza sobre a economia nacional.

Assim, foram verificados e demonstrados estes três fatores quantificáveis que são determinantes para o aumento da instabilidade na economia brasileira no período pós-abertura. Mas a instabilidade também emana de fatores que não são facilmente quantificáveis. É o caso da questão de expectativas dos agentes especulativos internacionais.

Ao iniciar o processo de abertura nacional, os títulos negociados na economia brasileira se transformaram em mais um atrativo para investidores institucionais que transacionam enormes volumes de riqueza financeira ao redor do mundo e em curto espaço de tempo. A ação desses agentes condiciona uma alta correlação entre a variação dos títulos de ativos nacionais com a do resto do mundo.

A valorização de ativos no mercado interno passou a ser condicionada à valorização de ativos nas principais economias do mundo. Qualquer distorção no cenário internacional implica alteração no valor da empresa no mercado de ações, que impacta diretamente sobre as condições de financiamento da empresa.

O modelo apresentado na seção 4 comprova a relação entre o investimento e a avaliação da empresa pelo mercado financeiro. O investimento depende da avaliação da empresa no mercado financeiro, que é influenciado pela ação de agentes especulativos, como os investidores institucionais.

A abertura comercial também foi responsável por aumentos nos volumes de transações do Brasil com o resto do mundo. Esse movimento teve impacto positivo para o investimento nacional, como demonstra o modelo, contudo é evidente que uma crise internacional é rapidamente assimilada internamente via redução de investimentos, impactados diretamente pela redução no volume de transações comerciais.

Além disso, a abertura comercial foi responsável por condicionar um processo de especialização produtiva em produtos de baixa tecnologia e de baixa elasticidade, o que condiciona ao país a um parco crescimento

econômico em comparação com países desenvolvidos, que produzem bens com alta elasticidade preço-demanda.

Por fim, comprova-se aqui a tese de que a abertura financeira brasileira condicionou um processo de elevação da instabilidade e redução do crescimento econômico em termos de poder de compra. Não se confirma a tese de que a liberalização estimula a competitividade e o investimento. O que se verifica é um processo instável que não será capaz de guiar o país na busca do desenvolvimento econômico.

São necessárias políticas econômicas que estimulem e direcionem o investimento, principalmente nos setores de alta e média-alta tecnologia e que controlem o capital especulativo e atividade de investidores institucionais no país. Esses dois conjuntos de política econômica, podem guiar a economia brasileira ao crescimento sustentável no longo prazo e reduzir a dependência externa.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, R. P. D.; PRATES, D. M. Dinâmica da taxa de câmbio em uma economia monetária periférica: uma abordagem keynesiana. **Nova Economia**, Belo Horizonte, maio-agosto 2012. 235-257.

AVERBUG, A. Abertura e Integração Comercial Brasileira na Década de 1990. **BNDES**, Rio de Janeiro, 1999.

BOLTON, P.; CHEN, H.; WANG., N. A Unified Theory of Tobin's q, Corporate Investment, Financing, and Risk Management. **Journal of Finance**, New York, 2016. Disponível em: https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/4438/bcw_jf_forthcoming.pdf Acesso em 09 de maio de 2016.

BRAGA, J. C. D. S. A Financeirização da Riqueza: A Macroestrutura Financeira e a Nova Dinâmica dos Capitalismos Centrais. **ECONOMIA E SOCIEDADE**, Campinas, v. 2, p. 25-57, 1993. ISSN 0104-0618.

BRUNO, M. Wage-led growth e financeirização conciliados por impulso estatal? Uma avaliação da hipótese do caráter híbrido do regime de

crescimento brasileiro. **XVII Encontro Nacional de Economia Política**, Rio de Janeiro, 2012.

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

CINTRA, M. A.; CAGNIN, R. EUFORIA E PESSIMISMO: Os ciclos de ativos, crédito e investimento da economia americana após 1982. **NOVOS ESTUDOS**, n. 79, Novembro 2007. 23-44.

CONTI, B. D.; BIANCARELLI, A.; ROSSI, P. **Currency hierarchy, liquidity preference and exchange rates: a Keynesian/minskyan approach**. Congrès de l'Association Française d'Économie Politique. Bordeaux: Université Montesquieu Bordeaux IV. 2013.

COUTINHO, L.; BELLUZZO, L. G. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 11, p. 137-150, dez. 1998.

COUTO, A. C. L.; TRINTIM, J. G. **O PAPEL DO BNDES NO FINANCIAMENTO DA DA ECONOMIA BRASILEIRA**. Associação Keynesiana Brasileira. Rio de Janeiro: [s.n.]. 2012.

DOMAR, E. Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment. **Econometrica**, 14, n. 2, Abril 1946. 137-147.

FARIA, J. A. D. et al. **LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA, PERFORMANCE ECONÔMICA E ESTABILIDADE MACROECONÔMICA NO BRASIL: UMA AVALIAÇÃO DO PERÍODO RECENTE**. IPEA. Rio de Janeiro, p. 37. 2009.

FIERGS. **OS IMPACTOS NA ECONOMIA DE UMA TAXA DE JUROS ELEVADA**. FIERGS. Porto Alegre. 2003.

FRANÇA, P. A.; GRASEL, D.; PEREIRA, B. D. A INFLUÊNCIA DA TAXA DE JUROS NOS INVESTIMENTOS EM CAPITAL FIXO DO SETOR PRIVADO NO BRASIL: 1996-2002. **REVISTA DE ESTUDOS SOCIAIS**, Cuiabá, p. 7-22, 2003.

FREITAS, M. C. P. D.; PRATES, D. M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências. **Economia e Sociedade**, Campinas, p. 81-111, dez 2001.

GREENE, W. H. **ECONOMETRIC ANALYSIS**. New Jersey: Prentice, 2003.

HARROD, R. An essay in dynamic theory. **Economic Journal**, v. 49, n. 193, p. 14-33, Março 1939.

KALDOR, N. **Capital Accumulation and Economic Growth**. Seminar on the Programing of Economic Development. São Paulo: United Nations. 1963.

KALECKI, M. **Teoria da Dinâmica Econômica**: Ensaio sobre as mudanças ciclicas e a longo prazo da economia capitalista. São Paulo: Nova Cultural, 1977.

KASZNAR, I. K.; GONÇALVES, B. M. L. REGRESSÃO MÚLTIPLA: uma digressão sobre seus usos. **IBCI**, Rio de Janeiro, 2007. Disponível em: <www.ibci.com.br>. Acesso em: 29 Outubro 2015.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova cultural, 1996.

KUCINSKI, B. **Jornalismo econômico**. São Paulo: EDUSP, 1996.

LAAN, C. V. D. **MARCO LEGAL DO MERCADO DE CÂMBIO E DE FLUXOS DE CAPITAIS: Há possibilidades de aprimoramento? Desregulamentação recente e perspectivas institucionais**. Núcleo de Estudos e Pesquisas/CONLEG/Senado Federal. Brasília, p. 68. 2014.

MATTEI, L.; MAGALHÃES, L. F. A política econômica durante o governo Lula. In: PAULA, M. **Nunca antes na história desse país**: Um balanço das políticas do governo Lula. Rio de Janeiro: Fundação Heinrich Böll, 2011. p. 135-151.

OCAMPO, J. A. International asymmetries and the design of the international financial system, Santiago, n. 15, abr. 2001.

POSSAS, M. L. **A dinâmica da economia capitalista: uma abordagem teórica.** São Paulo: Brasiliense, 1987.

ROSSI, P. Política Cambial no Brasil: um Esquema Analítico. **10º Fórum de Economia FGV-EESP**, São Paulo, 2013.

SILBER, S. **Mudanças Estruturais na Economia Brasileira (1988 - 2002): Abertura, Estabilização e Crescimento.** USP. São Paulo. 2003.

SOUZA, A. M. **BNDES, campeões nacionais, expansionismo e integração regional.** III Congresso Latinoamericano de Historia Económica y XXIII Jornadas de Historia Económica. Bariloche: [s.n.]. 2010. p. 1-20.

SOUZA, D. M. A política externa brasileira nos oito anos do governo lula. In: PAULA, M. **Nunca antes na história desse país: Um balanço das políticas do governo Lula.** Rio de Janeiro: Fundação Heinrich Böll, 2012. p. 100-115.

THIRLWALL. **Um referencial alternativo para compreender o desempenho das nações.** Brasília: IPEA, 2005.

TOBIN, J. A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, Ohio, Fevereiro 1969.

