

Brasil: descolamento ou defasagem?

1. Introdução

A piora das perspectivas para a economia americana em 2008 gera dúvidas sobre a resiliência da economia mundial. Ganha novo impulso o debate sobre as possibilidades de descolamento dos países emergentes.

Apesar da deterioração do cenário externo, muitos parecem concluir que a influência dos EUA sobre estes países tornou-se permanentemente mais fraca. Mas, pode-se argumentar que o notável desempenho de alguns emergentes reflete apenas uma maior defasagem de resposta à eventos externos, devido a melhoria dos fundamentos domésticos.

Neste caso não há descolamento. Portanto, a confusão entre descolamento e defasagens pode gerar surpresas indesejáveis.

O alinhamento oficial do governo com as hipóteses mais otimistas é desalentador, pois além de posicionar as respostas de política econômica à deterioração internacional *behind the curve*, estimula a irresponsabilidade.

No Brasil, as hipóteses de descolamento desdobram-se em duas vertentes: a do descolamento real e a do descolamento financeiro. O descolamento real passa pela premissa de que a demanda da China continuará a crescer. Já o descolamento financeiro pressupõe uma continuação dos fluxos de capital observados nos últimos anos.

A piora das perspectivas para a economia americana em 2008 ocorrida nas últimas semanas gera dúvidas crescentes sobre a resiliência da economia mundial. Neste contexto, ganha novo impulso o fervoroso debate sobre as possibilidades de descolamento dos países emergentes, particularmente do Brasil. Em números anteriores desta Carta, discutimos a validade das teses de descolamento para a Ásia e para o Brasil ([BOLLE \(2007a\)](#)). Neste artigo, retomamos a discussão analisando as correlações entre os ciclos econômicos do Brasil, dos EUA e da economia global.

De um modo geral, o que se entende por descolamento não é muito claro. Ao observar que, apesar da deterioração do cenário externo, movida pelas dificuldades da economia americana, muitas economias emergentes fogem das regras passadas exibindo um certo grau de robustez, muitos parecem concluir que a influência dos EUA sobre estes países tornou-se permanentemente mais fraca, qualificando o descolamento. Da mesma forma, pode-se argumentar que o notável desempenho de alguns emergentes diante da turbulência internacional reflete apenas uma maior defasagem de resposta à eventos externos, devido à melhoria dos fundamentos domésticos que os torna temporariamente mais resilientes. Neste caso, não há descolamento, ou seja, se a crise for suficientemente séria e duradoura, como indicam os desdobramentos mais recentes, o contágio aparece. Portanto, a confusão entre descolamento e defasagens que predomina neste debate pode gerar surpresas indesejáveis.

No Brasil, tal confusão tem se manifestado tanto nas opiniões de alguns analistas de mercado, como também, e o que é mais preocupante, do governo. Em um momento onde agravam-se as tensões internacionais e pioram as perspectivas mundiais para 2008, estas tendências contribuem para desconectar o debate interno da realidade econômica externa. O alinhamento oficial do governo com as hipóteses mais otimistas é desalentador, pois além de posicionar as respostas de política econômica à deterioração internacional *behind the curve*, estimula a irresponsabilidade.

O artigo está organizado da seguinte forma: na [Seção 2](#), examinamos brevemente os pilares da tese de descolamento do Brasil; na [Seção 3](#), analisamos a evolução das correlações entre os ciclos econômicos do Brasil, dos EUA e do mundo para investigar a validade da hipótese de descolamento da economia brasileira; finalmente, concluímos com algumas observações sobre as perspectivas para o Brasil em 2008 na [última seção](#).

2. A Tese de Descolamento do Brasil

No Brasil, as hipóteses de descolamento desdobram-se em duas vertentes: a do descolamento real e a do descolamento financeiro. O descolamento real passa pela premissa de que a demanda da China continuará a crescer, mesmo diante de uma recessão americana, impulsionando os preços de matérias-primas que tanto beneficiaram o país nos últimos anos. Isto é, de acordo com esta visão, o descolamento real do Brasil necessita do descolamento da economia chinesa. Já o descolamento financeiro pressupõe uma continuação dos fluxos de capital observados nos últimos anos devido tanto à melhoria dos fundamentos domésticos, quanto à necessidade de preencher as lacunas deixadas pelos produtos estruturados nas carteiras de risco diversificadas, o que chamamos anteriormente de “fuga para a simplicidade” ([CARNEIRO \(2007\)](#)).

2.1 Descolamento Real

Em [BOLLE \(2007a\)](#), concluímos que o aumento do comércio intra-asiático não sustenta a tese de descolamento pois a demanda por bens finais permanece primordialmente concentrada nos EUA e na Europa. Ao olhar para a evolução da correlação entre os ciclos econômicos vemos que os ciclos econômicos da China e dos EUA, e da China e do G3, encontram-se mais sincronizados no período pós-crise-asiática do que no início dos anos 90.

Em [BOLLE \(2007a\)](#), examinamos a hipótese do descolamento asiático e do chinês em particular. Concluímos que o aumento do comércio intra-asiático, citado como a principal causa da menor influência do resto do mundo sobre a Ásia, não sustenta a tese de descolamento. A razão é que o comércio intra-regional na Ásia é essencialmente voltado para bens intermediários, enquanto a demanda por bens finais permanece primordialmente concentrada nos EUA e na Europa. A China, por ter um papel central e cada vez mais importante nestas cadeias de produção intra-regionais, está crescentemente exposta às flutuações destas economias.

Uma forma de ilustrar este argumento é olhar para a evolução da correlação entre os ciclos econômicos da China, dos EUA e do G3 ([EUA, Eurolândia e Japão](#))¹:

Tabela 1: Correlação entre os Ciclos Econômicos: China, EUA e G3

| | 1991 a 1997 | 1998 a 2006 |
|-------------|-------------|-------------|
| China e EUA | -0,1575 | 0,6782 |
| China e G3 | -0,9689 | 0,7684 |

Fonte de Dados: World Economic Outlook (FMI) e Galanto Consultoria

Estas evidências parecem contrariar a tese de descolamento Chinês, prejudicando a hipótese de descolamento real da economia brasileira.

Como mostra a [Tabela 1](#), os ciclos econômicos da China e dos EUA, e da China e do G3 encontram-se mais sincronizados no período pós-crise asiática do que no início dos anos 90. Estas evidências parecem contrariar a tese de descolamento chinês, prejudicando, portanto, a hipótese de descolamento real da economia brasileira.

2.2 Descolamento Financeiro

Para os simpatizantes das teses de descolamento da economia brasileira, o desempenho dos fluxos financeiros para o Brasil em meio à turbulência externa, derivou-se da melhoria dos fundamentos domésticos. Não foi isso que constatamos ao analisar os dados. De fato, este desempenho reflete mais a fraqueza dos fundamentos externos (EUA) que a força dos fundamentos domésticos. Nesta nova fase da crise o Real pode sofrer com o aumento de aversão ao risco, a julgar pelos movimentos do mercado futuro de câmbio.

Como enfatizamos em [BOLLE \(2007b\)](#), para os simpatizantes das teses de descolamento da economia brasileira, o impressionante desempenho dos fluxos financeiros para o Brasil, em meio à turbulência externa, derivou-se principalmente da melhoria dos fundamentos domésticos. De acordo com esta visão, as condições de liquidez internacional e a evolução de outras variáveis externas importam relativamente pouco. Não foi isso, porém, que constatamos ao analisar os dados. De fato, argumentamos que a exuberância dos fluxos e a recente valorização do real e de outras moedas emergentes refletem mais a fraqueza dos fundamentos externos (EUA) do que a força dos fundamentos domésticos.

Os acontecimentos mais recentes apóiam o argumento. Nos últimos dias, motivados pelas incertezas que rondam os grandes bancos internacionais após a sucessiva divulgação de vultosas perdas, os mercados interbancários nos EUA e na Europa travaram novamente, lembrando os episódios de agosto. Ao mesmo tempo, as bolsas no mundo voltaram a oscilar fortemente, enquanto os realinhamentos do dólar frente às principais moedas seguem sugestivos de um ajuste desordenado. Esta nova fase de agravamento da crise internacional já parece estar levando alguns investidores estrangeiros a acreditar que o real pode sofrer com o aumento de aversão ao risco, a julgar pelos movimentos do mercado futuro de câmbio. A posição vendida em dólares de investidores estrangeiros na BM&F passou de um pico de US\$ 15 bilhões em março de 2007, para algo em torno de US\$ 215 milhões na última semana de novembro. Esta é mais uma evidência da frágil base de sustentação do chamado descolamento financeiro.

¹ Ver [Apêndice](#). As séries de PIB estão expressas em termos de paridade de poder de compra, ou PIB PPP.

3. Descolamento ou Defasagem?

Nesta seção, analisamos a correlação entre o ciclo brasileiro, o americano e o mundial, a fim de buscar evidências que permitam concluir se o ciclo brasileiro está realmente descolando do mundo e dos EUA, ou se as melhoras dos fundamentos domésticos ocasionam apenas uma maior defasagem do ciclo brasileiro em relação ao ciclo mundial. O [Apêndice](#) descreve mais detalhadamente a metodologia utilizada.

3.1 Resultados

Analisamos a correlação entre o ciclo brasileiro, americano e mundial a fim de buscar evidências que permitam concluir se o ciclo brasileiro está realmente descolando do mundo e dos EUA.

Para analisar a evolução do grau de dependência entre os ciclos, dividimos o período de 1980-2006 em vários subperíodos. Adicionalmente, efetuamos a análise utilizando séries de PIB real e PIB PPP para identificar os possíveis impactos de movimentos cambiais sobre as [correlações](#)². A [Tabela 2](#) apresenta os resultados.

Tabela 2: Correlação entre os Ciclos do Brasil, EUA e Mundo (PIB Real)

| | 1980-1990 | 1991-2006 | 1991-1999 | 2000-2006 |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Brasil - EUA | 0,5551 | 0,2875 | 0,1487 | 0,562 |
| Brasil - Mundo | 0,6334 | 0,3188 | -0,0455 | 0,848 |
| EUA - Mundo | 0,8234 | 0,6289 | 0,3218 | 0,865 |

Fonte de Dados: WDI

Tabela 3: Correlação entre os Ciclos do Brasil, EUA e Mundo (PIB PPP)

| | 1980-1990 | 1991-2006 | 1991-1999 | 2000-2006 |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Brasil - EUA | 0,5551 | 0,2876 | 0,1486 | 0,5624 |
| Brasil - Mundo | 0,6345 | 0,4307 | 0,1329 | 0,9196 |
| EUA - Mundo | 0,8641 | 0,4287 | 0,0640 | 0,6035 |

Fonte de Dados: WDI

Os dados demonstram uma significativa redução das correlações do ciclo brasileiro, tanto com os EUA, quanto com o mundo no período de 1991 a 2006. Com esta evidência, tem-se a impressão de que o Brasil tornou-se menos dependente dos EUA e do resto do mundo no período mais recente. No entanto, a comparação entre 1980-1990 e 1991-2006 é prejudicada pelos seguintes fatores:

Observamos uma significativa redução das correlações do ciclo brasileiro, tanto com os EUA, quanto com o mundo, no período 1991 a 2006. Assim, tem-se a impressão de que o Brasil tornou-se menos dependente dos EUA e do resto do mundo no período mais recente.

Entretanto, o período de 1980-1990 para o Brasil foi essencialmente caracterizado por grandes desequilíbrios macroeconômicos enquanto o período de 1991-2006 marcou uma fase de grandes mudanças na economia brasileira, o que dificulta a comparação.

- Enquanto o período de 1980-1990 para o Brasil foi essencialmente caracterizado por grandes desequilíbrios macroeconômicos, como substanciais déficits fiscais, inflação elevada, regime de câmbio fixo e uma economia fechada ao comércio internacional, o período de 1991-2006 marcou uma fase de grandes mudanças na economia brasileira, com a abertura da economia ao exterior; o controle da inflação com a introdução do Plano Real e, posteriormente, com o regime de metas para inflação e a mudança do regime de câmbio fixo para câmbio flexível.

- Os anos 90 foram marcados por sucessivas crises financeiras em mercados emergentes (México, Ásia, Rússia, Brasil, Argentina) que não tiveram efeitos significativos na maioria das economias avançadas, como os EUA. Estas crises, no entanto, atuaram de forma a diminuir a correlação tanto do ciclo do Brasil com os EUA, quanto do Brasil com o mundo.

² [ADB \(2007\)](#) e [FMI \(2007\)](#) utilizam apenas séries de PIB PPP (paridade do poder de compra) para analisar as correlações cíclicas, uma vez que esta medida elimina o impacto de movimentos cambiais sobre o grau de sincronização.

As crises financeiras em mercados emergentes dos anos 90 não tiveram efeitos significativos na maioria das economias avançadas como os EUA, e atuaram de forma a diminuir a correlação tanto do ciclo do Brasil com os EUA, quanto do Brasil com o mundo.

Separamos, então, o período de 1991 a 2006 em dois subperíodos: de 1991 a 1999 e de 2000 a 2006 e chegamos a uma conclusão bem diferente. Comparando os dois nota-se que a correlação dos ciclos do Brasil e dos EUA elevou-se ligeiramente, enquanto que a correlação com o mundo aumentou substancialmente. Estas evidências sugerem que houve um aumento da sincronização da economia brasileira com os EUA e com o mundo.

Comparando os resultados usando PIB Real e PIB PPP, percebe-se que a correlação do Brasil com os EUA não se altera e a correlação do Brasil com o mundo aumentou em todos os períodos usando o PIB PPP. O valor expressivo da correlação do Brasil com o mundo deve-se aos efeitos da abundância de liquidez global.

Os ciclos de comércio apresentam o mesmo padrão dos ciclos do PIB. Porém, a magnitude das correlações dos fluxos de comércio são maiores do que as correlações no nível de atividade, sugerindo que o comércio internacional é responsável pela correlação do nível de atividade no Brasil, EUA e mundo. Os coeficientes da correlação do ciclo dos fluxos de comércio, são maiores no período de 2000 a 2006 indicando um aumento da dependência do Brasil com relação ao fluxo de comércio mundial.

Para contornar estes problemas, separamos o período de 1991 a 2006 em dois subperíodos: de 1991 a 1999 (câmbio fixo) e de 2000 a 2006 (câmbio flutuante). Ao separar estes subperíodos, chegamos a uma conclusão bem diferente sobre o grau de sincronização entre os ciclos do Brasil e dos EUA e do Brasil e do mundo. Especificamente, comparando o período 1980-1990 com o mais recente, 2000-2006, nota-se que a correlação dos ciclos do Brasil e dos EUA elevou-se ligeiramente, enquanto a correlação com o mundo aumentou substancialmente. Estas evidências sugerem que ao contrário da idéia de descolamento, houve um aumento da sincronização da economia brasileira com os EUA e com o mundo.

Outra análise relevante é comparar os resultados obtidos na [Tabela 2](#), na qual foram usados os ciclos do PIB Real, com os da [Tabela 3](#), na qual construímos a medida de ciclo a partir do PIB PPP (paridade do poder de compra). Nesta última, as correlações entre os ciclos representariam movimentos nos ciclos econômicos, se retirados os efeitos das variações nas taxas de câmbio. Comparando as duas tabelas, percebe-se que a correlação do Brasil com os EUA não se altera, ou seja, movimentos cambiais não foram determinantes na correlação entre os ciclos econômicos destes dois países. Já a correlação do Brasil com o mundo aumentou em todos os períodos quando usamos o PIB PPP, sugerindo que os movimentos cambiais exerceram alguma influência sobre a correlação entre o ciclo brasileiro e o ciclo mundial no período mais recente. O valor expressivo para a correlação do Brasil com o mundo verificado na [Tabela 3](#) deve-se, em grande parte, aos efeitos da abundância de liquidez global.

3.2 Fluxos de Comércio Mundial

Além dos ciclos do PIB, é interessante analisar os ciclos dos fluxos de [comércio](#)³, para identificar quanto das correlações dos ciclos podem ser explicadas pela demanda externa, ou seja, pelo comércio entre os países. A [Tabela 4](#) apresenta as correlações nos mesmos períodos descritos anteriormente.

Tabela 4: Correlação entre os Fluxos de Comércio do Brasil, EUA e Mundo

| | 1980-1990 | 1991-2006 | 1991-1999 | 2000-2006 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Brasil - EUA | 0,718 | 0,667 | 0,547 | 0,782 |
| Brasil - Mundo | 0,792 | 0,825 | 0,652 | 0,947 |
| EUA - Mundo | 0,842 | 0,737 | 0,238 | 0,870 |

Fonte de Dados: WDI e IBGE

Os ciclos de comércio apresentam o mesmo padrão dos ciclos do PIB, ou seja, a diminuição da correlação no período de 1991 a 2006 ocorre devido a uma diminuição ainda maior das correlações no período de 1991 a 1999 seguida de um aumento no período recente. Além disso, a magnitude das correlações dos fluxos de comércio são maiores do que as correlações no nível de atividade, sugerindo que o comércio internacional é, em grande parte, responsável pela correlação do nível de atividade no Brasil, EUA e mundo. Finalmente, os coeficientes da correlação do ciclo dos fluxos de comércio, nas três comparações, são maiores no período de 2000 a 2006 do que nos outros subperíodos analisados, indicando um aumento da dependência do Brasil com relação ao fluxo de comércio mundial.

³ Os ciclos do fluxo de comércio são definidos de forma análoga aos ciclos do PIB. Os fluxos de comércio são a soma entre exportações e importações de bens e serviços. Para a série mundial, utilizamos apenas o total de exportações de bens e serviços.

4. Conclusão

A implicação desta análise é que a economia brasileira pode sofrer mais em 2008 do que alguns imaginam.

Embora uma maior desaceleração da economia mundial em 2008 não tenha um impacto tão imediato sobre o crescimento, é difícil imaginar que não haverá um impacto significativo sobre os fluxos do balanço de pagamentos.

Pelo lado dos fluxos financeiros, a deterioração do ambiente internacional acompanhada de aumento de aversão ao risco e contração da liquidez global. O corolário disto é, possivelmente, maior volatilidade cambial, que também danifica as perspectivas para a balança comercial.

Um dos maiores perigos da falsa impressão de blindagem é dar margem a irresponsabilidades na gestão macroeconômica.

Apesar do aprofundamento da crise de crédito, muitos ainda resistem à idéia de que o crescimento mundial em 2008 sofrerá uma forte reversão. Para os mais otimistas, a economia global está ancorada nas economias emergentes, que, de acordo com esta visão, não serão seriamente afetadas pelos desdobramentos da crise nos EUA e em outras regiões. Não há dúvidas de que algumas destas economias, entre elas o Brasil, estão hoje melhor preparadas para enfrentar grandes choques externos. Porém, isto não significa que estejam permanentemente insuladas. Neste artigo, mostramos como os ciclos econômicos do Brasil, dos EUA e do mundo estão hoje mais sincronizados, contrariando, portanto, a tese de que a economia brasileira depende menos da evolução do cenário externo.

A implicação desta análise é que a economia brasileira pode sofrer mais em 2008 do que alguns imaginam. Embora as maiores defasagens de resposta contribuam para que uma maior desaceleração da economia mundial em 2008 não tenha um impacto tão imediato sobre o [crescimento](#)⁴, é difícil imaginar que não haverá um impacto significativo sobre os fluxos do balanço de pagamentos. Pelo lado da balança comercial, mostramos que os ciclos de comércio do Brasil e do mundo estão fortemente sincronizados, de forma que uma reversão do cenário atual deverá afetar significativamente o desempenho no próximo ano. Já pelo lado dos fluxos financeiros, a deterioração do ambiente internacional, acompanhada por aumento de aversão ao risco e contração da liquidez global, certamente prejudica as tendências exuberantes verificadas nos últimos anos, particularmente em 2007. O corolário disto é, possivelmente, maior volatilidade cambial, que, por sua vez, também danifica as perspectivas para a balança comercial.

Neste contexto, um dos maiores perigos da falsa impressão de blindagem é dar margem à irresponsabilidades na gestão macroeconômica. Fortes indícios desta possibilidade já começam a surgir quando considera-se o chamado Plano B do governo, caso não consiga aprovar a CPMF, a complacência diante dos crescentes gastos públicos e o discurso de maior tolerância inflacionária de certos membros do governo. A deterioração do debate macroeconômico doméstico em um momento de aprofundamento das incertezas no ambiente internacional certamente não contribui para perpetuar as defasagens de resposta da economia brasileira aos choques externos, que tantos interpretam como descolamento.

DEBORAH OLIVEIRA E MONICA BAUMGARTEN DE BOLLE

Referências Bibliográficas

ASIAN DEVELOPMENT BANK. **ADBs Annual Report**. Mar. 2007.

BOLLE, M.B. Integração Regional na Ásia e Dependência da Economia Americana. **Carta Econômica Galanto**, nº 89. Abr. 2007.

BOLLE, M.B. Descolamento, Realinhamentos Cambiais e Fluxos de Capital para o Brasil. **Valor Econômico**. 18/10/2007.

CARNEIRO, D.D. Euforia em Tempos de Alta Incerteza. **Carta Econômica Galanto**, nº 95. Out. 2007.

OLIVEIRA, D. Estudo dos Ciclos Econômicos no Brasil. **Departamento de Economia**, PUC-Rio. Dez. 2007.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Managing Large Capital Inflows. **World Economic Outlook**. Washington D.C. Out. 2007.

⁴ Isto é, o impacto sobre o crescimento possivelmente alastraria-se para 2009.

Apêndice

Para medir o grau de sincronização, ou dependência, entre as diversas regiões, calculamos as correlações entre os componentes cíclicos das diferentes séries de PIB. As séries de tendência foram construídas usando o filtro Hodrick-Prescott. Os componentes cíclico das séries de PIB, portanto, são definidos da seguinte maneira:

$$\text{ciclo} = \log(\text{PIB}) - \log(\text{tendência_PIB})$$