

Ciclos de Crescimento das Economias da América Latina e das Economias Desenvolvidas

Adriana Moreira Amado¹
Marco Flávio da Cunha Resende²
Frederico G. Jayme Jr³

RESUMO

A abordagem Minskyana de instabilidade financeira e seus reflexos sobre a economia real tem sido resgatada recentemente para explicar as crises cambiais por que tem passado as economias ditas emergentes. Tais economias caracterizam-se por recorrente escassez de divisas externas, que pode ser explicada baseando-se no referencial teórico Neo-Schumpeteriano. Apoiando-se nesta abordagem e na literatura Neo-Schumpeteriana, este estudo procura demonstrar a recorrência cíclica das crises cambiais nas economias latino-americanas (periféricas). A partir de dados sobre a liquidez internacional, o balanço de pagamentos e o crescimento do produto das economias do Grupo dos 7 (G7) e de treze economias da América latina, verificamos que as economias latino-americanas se comportam de forma reflexa aos ciclos da liquidez mundial.

Palavras-Chave: *Liquidez Internacional, Instabilidade Financeira, Ciclos Econômicos*

JEL: *F32, F33, F43, O30*

ABSTRACT

The international financial instability of the 1990 has been analysed in several occasions on Minskyan perspectives. Emergent economies have a history of external crises that brake their growth. This category of economies is characterized by the chronic external capital scarcity. One can explain this characteristic by the Neo-Schumpeterian view. The paper is based on this theoretical approach and on the Post-Keynesian approach and intends to demonstrate that the financial fragility hypothesis is very useful to the analysis of the cycle in peripheral economies, which real performance is associated to the availability of international liquidity. The analysis is based on thirteen Latin American countries.

Key-Words: *International Liquidity, Financial Instability, Cycles*

JEL: *F32, F33, F43, O30*

¹ Professora do Departamento de Economia da Universidade de Brasília. A autora agradece o apoio financeiro do CNPq.

² Professor do CEDEPLAR/UFMG. O autor agradece o apoio financeiro do CNPq e da FAPEMIG.

³ Professor do CEDEPLAR/UFMG. O autor agradece o apoio financeiro do CNPq.

1. INTRODUÇÃO

As deficiências do Sistema Nacional de Inovações (SNI) de uma economia e seus efeitos sobre a competitividade da mesma estão relativamente cristalizadas na literatura neoschumpeteriana. O hiato de competitividade entre economias com diferentes graus de desenvolvimento de seus respectivos SNI em geral resulta em uma maior vulnerabilidade externa de caráter estrutural na economia cujo SNI é menos desenvolvido.

Todavia, este aspecto real das economias em desenvolvimento interage com a esfera financeira nacional e internacional. Quando se pensa na moeda como um elemento capaz de determinar “motivos e decisões” (Keynes, 1973) observa-se a impossibilidade de compreensão da determinação das trajetórias de crescimento das economias sem ter um referencial teórico que contemple a dinâmica monetária, sobretudo, quando a esfera financeira torna-se predominante (Plihon, 1995).

O referencial que observa a moeda como não neutra se refere às economias monetárias de produção, caracterizadas pela coexistência de tempo histórico, incerteza e moeda. Esse tripé enseja as condições para a não neutralidade de longo prazo da moeda e faz com que a preferência pela liquidez tenha espaço de destaque na determinação do nível de emprego dessas economias (Dow, 1985, Chick, 1986, Keynes, 1973, 1979, 1936, 1937, Amado, 2000, Carvalho, 1983-84).

Esse referencial gera as condições para que o processo decisório dos agentes seja determinado não por elementos como expectativas racionais, mas, sim, por elementos subjetivos e convencionais. Neste caso, bancos têm um importante papel na determinação da oferta de moeda. Sua disposição de criar ou destruir moeda decorre de sua percepção da economia e, ao optar por um ou outro caminho, têm o poder de determinar o percurso que será trilhado pela economia real. Essas análises, que foram realizadas primordialmente para economias fechadas, podem ser elaboradas para economias abertas e, nesse caso, observa-se que a interação das várias economias acaba gerando ciclos reflexos nas economias periféricas (Mollo e Amado, 2001; Resende, 2005).

Fragilidades na estrutura produtiva e no sistema financeiro da economia periférica (economia em desenvolvimento) aumentam a dependência de seu ciclo de crescimento em relação à sua receita de divisas externas, cujas oscilações se encontram diretamente atreladas ao comportamento do sistema financeiro internacional. Este, por seu turno, demonstra-se tipicamente Minskyano ao adotar critérios para a concessão de crédito baseados na capacidade

relativa esperada de cada economia em saldar seus compromissos financeiros externos. Objetiva-se, neste artigo, demonstrar que os ciclos de crescimento das economias periféricas (especificamente, economias da América Latina) se comportam de modo reflexo aos ciclos da liquidez internacional.

O trabalho divide-se em quatro seções, além desta introdução e das conclusões. Na próxima seção analisa-se a natureza da inserção internacional das economias cujo SNI é deficiente. Na seção 3 será analisado o referencial teórico de Minsky, mostrando o caráter ativo dos bancos na criação de liquidez e o reflexo desse comportamento na determinação das trajetórias de crescimento das economias monetárias de produção e nos ciclos a que estas estão sujeitas. Na seção 4 serão feitas análises específicas para economias abertas e aborda-se especificamente a idéia de ciclo reflexo. Na quinta seção serão analisadas empiricamente os ciclos das treze maiores economias da América Latina, tentando demonstrar o papel que tem a liquidez internacional para os mesmos.

2. INSERÇÃO INTERNACIONAL DAS ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO.

O conceito de Sistema Nacional de Inovações (SNI) é de fundamental importância na literatura teórica e empírica sobre desenvolvimento econômico. Este conceito está elaborado na literatura Neo Schumpeteriana, onde o progresso tecnológico exerce papel nuclear.

“Trata-se de uma construção institucional que impulsiona o progresso tecnológico (...) através da construção de um sistema nacional de inovações, viabiliza-se a realização de fluxos de informação e conhecimento científico e tecnológico necessários ao processo de inovação. Esses arranjos institucionais envolvem firmas, redes de interação entre empresas, agências governamentais, universidades, institutos de pesquisa e laboratório de empresas, bem como a atividade de cientistas e engenheiros: arranjos institucionais que se articulam com o sistema educacional, com o setor industrial e empresarial e com as instituições financeiras, compondo o circuito dos agentes que são responsáveis pela geração, implementação e difusão das inovações tecnológicas” (Albuquerque, 1996:228) – grifo nosso.

Nelson (2005), Freeman (2004), Fagerberg (1994), Dosi et alli (1994), ressaltam os efeitos positivos do SNI sobre a produtividade e a competitividade de uma economia. Consideram, também, a impossibilidade de substituição do SNI pela importação de tecnologias, visto que a tecnologia tem um caráter local. Assim, a despeito do processo recente de globalização, o SNI permanece fundamental para o desenvolvimento do progresso técnico e sua difusão (Freeman, 2004). Com respeito à relação entre SNI e a competitividade de uma economia, Porter (1990, *apud* Freeman, 2004:25) argumenta que

“A vantagem competitiva é criada e sustentada através de um processo altamente localizado. Diferenças em estruturas econômicas nacionais, valores, culturas, instituições e histórias, contribuem profundamente para o sucesso competitivo. O papel da nação parece ser tão forte quanto ou mais forte do que nunca. Enquanto a globalização da competição pode fazer parecer o papel da nação menos importante, ao contrário, ele torna-se ainda mais importante. Com poucas barreiras ao comércio para proteger firmas e indústrias domésticas não competitivas, a nação ganha crescente importância porque ela é a fonte de habilidades e de tecnologia que leva à vantagem competitiva”.⁴

Fajnzylber (1983), ao analisar a competitividade das economias periféricas no contexto da relação Centro x Periferia, aproximou-se da Escola Neo-Schumpeteriana e de seu conceito de SNI. Segundo este autor, uma indústria desprovida de um “núcleo endógeno de dinamização tecnológica” não permitiria a superação da vulnerabilidade externa das economias periféricas. Por núcleo endógeno de dinamização tecnológica ele entende uma infra-estrutura científico-tecnológica estreitamente inserida e vinculada ao aparato produtivo, nos moldes propostos pelos neo-schumpeterianos para o SNI.⁵

O progresso tecnológico e seus efeitos positivos sobre a produtividade e a competitividade da economia têm um caráter local, isto é, são espacialmente localizados.⁶ Ademais, quanto menos desenvolvido for o SNI de uma economia, menor será o progresso técnico desta e, portanto,

⁴ Freeman (2004:31) chama a atenção para o fato de que, além de não ser a vulnerabilidade econômica externa um fenômeno recente, ela está relacionada ao SNI da economia.

⁵ Ou seja, na sua constituição participaria “uma ampla gama de agentes e motivações: plantas industriais, institutos de tecnologia, institutos de ciência básica, organismos que preparam pessoal qualificado dos distintos níveis e os ministérios e órgãos centrais que definem políticas e normas; é na interação entre esses agentes e motivações que se dá o processo de criatividade (...) associado ao processo de aprendizagem, que é fator determinante da competitividade a longo prazo.” Fajnzylber (1983:281).

⁶ Sobre o caráter local da tecnologia, Fagerberg (1994:1156-1161) argumenta que “(...) tecnologia, ou conhecimento sobre como fazer as coisas, está encravada em estruturas organizacionais (firmas, redes, instituições, etc.) e sua transferência é, freqüentemente, difícil e custosa (...) firmas, caracterizadas por diferentes combinações de capacidades intrínsecas (incluindo o conhecimento tecnológico) e estratégias têm um papel chave. A mudança tecnológica é o resultado conjunto de atividades de inovação e de aprendizado dentro das organizações, especialmente firmas, e da interação entre estas e seus ambientes. A característica cumulativa (*path dependent*) deste processo é freqüentemente ressaltada. Fatores específicos de um país influenciam, através de vários canais, o processo de mudança tecnológica, dando às tecnologias - e ao processo de mudança tecnológica - de diferentes países um distinto caráter nacional. Assim, como um dispositivo analítico, muitos autores nesta área – explícita ou implicitamente – vêm os países como sistemas tecnológicos separados, cada qual com sua dinâmica específica. Bengt-Ake Lundvall (1992) e Nelson (1993) usam o conceito de sistema nacional de inovações para este propósito (...) estudos sobre *spillovers* tecnológicos enfatizam que estes são, em larga medida, geograficamente localizados (...) hiatos de níveis de produtividade entre países refletem, em larga medida, diferenças tecnológicas”. Ainda, “o desenvolvimento econômico está entrelaçado com mudanças nas instituições que garantem a geração, difusão e exploração do conhecimento tecnológico e com mudanças nas estratégias e organizações das corporações (...) sem investimento infra-estrutural em educação, treinamento, pesquisa e desenvolvimento (P&D), e em outras atividades científicas e tecnológicas, muito pouco pode ser conseguido via aquisição de tecnologias importadas.” Dosi et alli (1994:28-29). Sobre este ponto, ver, também, Fajnzylber (1983, cap.V).

menor será sua competitividade.⁷ Menor será, também, sua capacidade de produzir bens que estão na fronteira tecnológica ou próximos a ela. Assim, menor tende a ser a diversificação da estrutura produtiva da economia e maior tende a ser seu coeficiente de importação em relação ao seu coeficiente de exportação, principalmente nas fases ascendentes dos ciclos de crescimento econômico.

Portanto, o desenvolvimento do SNI tem um caráter estrutural na medida em que se relaciona com a construção de “arranjos institucionais envolvendo firmas e seus departamentos de P&D, universidades, instituições de pesquisa, sistemas de financiamento às inovações, instituições de educação, leis, etc.” (Bernardes & Albuquerque, 2003:866). Deste modo, diferenças do grau de desenvolvimento do SNI entre países resultam em diferenciais estruturais de competitividade das economias visto que as trajetórias tecnológicas das mesmas afetam não apenas a produtividade de seus fatores e sua competitividade, mas, também, parâmetros tais como elasticidade-renda e preço da demanda, condicionando o crescimento econômico num contexto de restrição de balanço de pagamentos. Uma formalização deste argumento está em Canuto (1998). Segundo este autor, há elementos tácitos e específicos na capacitação tecnológica limitando a transferência de tecnologia através do investimento direto estrangeiro e de outras formas (licenciamento etc.). De outro lado, regimes de apropriabilidade tecnológica (patentes, segredos industriais etc.) estabelecem barreiras à reprodução livre de tecnologia. Assim, estabelecem-se padrões de especialização setorial nas economias e diferenciais estruturais de produtividade e de competitividade entre estas. No que se refere à competitividade das economias, diferenciais de produtividade podem ser compensados, em alguma medida, por mudanças nas taxas de câmbio. Porém, “desvalorizações cambiais pelo Sul têm êxito decrescente na captura de atividades do Norte à medida que a internalização de atividades vai alcançando os setores de forte dinamismo tecnológico e/ou alta apropriabilidade (Canuto, 1998:8).

Depreende-se da análise até aqui desenvolvida que, no país onde o SNI é relativamente menos desenvolvido, a despeito de sua industrialização, sua elasticidade-renda da demanda de exportação tende a ser inferior à sua elasticidade-renda da demanda de importação, ensejando

⁷ Ver, por exemplo, Freeman (2004), Fagerberg (1994), Dosi et alli (1994) e Bernardes & Albuquerque (2003). Ainda, Albuquerque (1999) argumenta que o grau de desenvolvimento do SNI de um país está positivamente correlacionado com o grau de seu desenvolvimento econômico.

uma vulnerabilidade externa estrutural, conforme proposto inicialmente pela Eclac.⁸ Ademais, a reduzida diversificação da estrutura produtiva e baixos níveis de progresso técnico e de competitividade da economia inibem as taxas de retorno do investimento. Estes fatores desestimulam a entrada líquida de divisas externas, com efeitos deletérios sobre o setor externo da economia.

Portanto, há nas economias onde o SNI é menos desenvolvido em relação às economias centrais uma tendência à escassez crônica de divisas externas, implicando maior restrição externa ao seu crescimento *vis-à-vis* as economias onde o SNI é mais desenvolvido. Assim, há naquelas economias uma vulnerabilidade externa de caráter estrutural e que interage com a esfera financeira internacional, afetando seus ciclos de crescimento, conforme está analisado nas próximas seções.

3. INOVAÇÕES FINANCEIRAS, OFERTA MONETÁRIA ENDÓGENA E CICLO.

Um elemento caro à ortodoxia é a idéia de oferta exógena de moeda. Em grande parte isto tem um componente ideológico associado a duas questões: i) computar os ônus de problemas monetários à Autoridade Monetária, que por não se guiar por mecanismos de mercado acabaria desrespeitando os desejos e preferências individuais; ii) à facilidade no estabelecimento das relações de causalidade pregadas por esta teoria.

Diversos autores questionaram esta noção desde debates bastante remotos no tempo.⁹ Mais recentemente toda uma tradição associada à percepção da endogeneidade da moeda ganhou peso. Contudo, ao se contrapor radicalmente à tradição da oferta exógena terminou gerando resultados que do ponto de vista da neutralidade da moeda não divergem de forma substantiva dos da ortodoxia¹⁰.

Uma terceira vertente se destaca neste debate. Esta é associada à idéia de inovações financeiras e mostra que os bancos são agentes que também possuem preferência pela liquidez e este fato, por si só, já endogeniza a oferta monetária. Ou seja, no âmbito da “circulação financeira” a moeda gira os ativos existentes e é, ela própria, um ativo alternativo quando satisfaz a demanda

⁸ Ver Prebisch (2000:185-189). Veja que este argumento encontra modelado no modelo de Thirlwall, com ou sem a presença de fluxos de capitais. Ver McCombie e Thirlwall (1994).

⁹ Ver o debate da Currency e Banking Schools, Bullionistas e Anti Bullionistas etc.

¹⁰ Ver Moore (1989), Kaldor (1978) entre outros.

por moeda pelos motivos precaução e especulação dos agentes, inclusive bancos. Por meio da política monetária o Banco Central pode afetar as condições da oferta de crédito e a disponibilidade de reservas dos bancos. Todavia, estes ampliam ou reduzem sua oferta de crédito conforme seu “grau de confiança em suas expectativas a longo prazo”, o que torna a oferta de moeda endógena – entre o público e o Banco Central estão os bancos que podem adotar estratégias que confirmam, atenuam ou se contrapõem à política da Autoridade Monetária.¹¹

Ao mesmo tempo, bancos têm capacidade de alterar de forma definitiva a oferta de moeda em decorrência da capacidade de criar mecanismos institucionais que lhes permitem fugir das restrições impostas pela Autoridade Monetária à oferta de moeda. Isto permite que essas instituições, bancos, tenham um poder enorme na determinação da oferta de moeda e que por este motivo possam interferir de forma definitiva na trajetória de crescimento de uma economia monetária de produção.¹²

A esse respeito Minsky observa:

In our economy money is created as bankers acquire assets and is destroyed as debtors to banks fulfill their obligations. Our economy is a capitalist economy with long-lived and expensive capital assets and a complex, sophisticated financial structure. The financial processes of a capitalist economy center around the way investment and positions in capital assets are financed. To the extent that the various techniques used to finance capital asset ownership and production lead to banks acquiring assets, money is an end product of financial arrangements. In a capitalist economy investment decisions, investment financing, investment activation, profit commitments to make payments due to outstanding debts are linked. To understand the behavior of our economy it is necessary to integrate financial relations into an explanation of employment, income and prices.”. (Minsky, 1982:17).

Mais à frente o autor recupera mais precisamente a importância da endogenia da moeda

Innovations in financial practice are a feature of our economy, especially when things go well. New institutions... and new instruments...are developed and old instruments increase in volume and find new uses. But each new instrument and expanded use of old instruments increases the amount of financing that is available and which can be used for financing activity and taking positions in inherited assets...The quantity of relevant moneys in an economy in which money conforms to Keynes’s definition , is endogenously

¹¹ Ver detalhes em Carvalho (1993).

¹² Para uma discussão das repercussões das mudanças institucionais que endogenizam a oferta de moeda sobre a teoria monetária e os resultados de não neutralidade da moeda ver Chick (1986) e De Paula (1999).

determined. The money of standard theory ...does not catch the monetary phenomena that are relevant to the behavior of our economy. (Minsky,1982:66).

Neste sentido, os bancos funcionam como as demais empresas procurando ampliar sua participação nos mercados e suas possibilidades de lucros via inovações, sendo esta busca parte fundamental de sua atuação. Contudo, a forma como se dá o financiamento no tipo de economia analisada é um dos principais elementos que a torna intrinsecamente instável, como podemos observar:

Stable growth is inconsistent with the manner in which investment is determined in an economy in which debt-financed owner-ship of capital assets exists, and the extent to which such debt financing can be carried is market determined. It follows that the fundamental instability of a capitalist economy is upward. The tendency to transform doing well into a speculative investment boom is the basic instability in a capitalist economy. (Minsky, 1982:66)

A instabilidade ascensionista a que se refere Minsky está associada à sua classificação das unidades econômicas de acordo com o grau de vulnerabilidade/fragilidade financeira. Ele estabelece três categorias de unidades que têm estruturas financeiras distintas e demonstra como a forma de financiamento e a atuação do sistema financeiro tende a ampliar a participação das unidades mais vulneráveis. Isto fragiliza o sistema econômico como um todo, o que, por um lado, permite um *boom* econômico e, por outro, gera endogenamente as condições para que a economia entre em crise num momento posterior.

Hedge finance takes place when the cash flows from operations are expected to be large enough to meet the payment commitments on debts. Speculative finance takes place when the cash flow from operations are not expected to be large enough to meet payment commitments, even though the present value of expected cash receipts is greater than the present value of payment commitments. Speculating units expect to fulfill obligations by raising funds by new debts. ...In addition to hedge and speculative finance there is Ponzi finance- a situation in which cash payments commitments on debt are met by increasing the amount of debt outstanding. High and rising interest rates can force hedge financing units into speculative financing and speculative financing units into Ponzi financing. Ponzi financing units cannot carry on too long. Feedbacks from revealed financial weakness of some units affect the willingness of bankers and businessmen to debt finance a wide variety of organizations. Unless offset by government spending, the decline in investment that follows from a reluctance to finance leads to a decline in profits and in the ability to sustain debt. Quite suddenly a panic can develop as pressure to lower debt ratios increases.(Minsky, 1982:67).

Segundo Minsky (1986), bancos, ao maximizarem lucros em momentos de *boom* e expectativas favoráveis, tendem a permitir a ampliação do espaço de unidades que são vulneráveis financeiramente. Assim, o próprio movimento ascensional da economia tende a elevar a taxa de juros, uma vez que eleva a demanda por moeda e, ao fazê-lo, tende a ampliar a vulnerabilidade dessas unidades.¹³ Contudo, a própria subjetividade dos bancos, associada à maneira como eles formam expectativas em economias monetárias de produção sujeitas à incerteza, faz com que eles passem, a partir de um certo nível de vulnerabilidade, a não conceder novos empréstimos em decorrência da reversão das expectativas. Isso inviabiliza a continuidade das unidades mais vulneráveis e gera uma crise financeira que se espalha pela esfera real da economia.

Desta maneira, em Minsky, elemento herdado de Keynes, a esfera monetário/financeira está absolutamente relacionada à esfera real, seja por assumir a endogeneidade da oferta de moeda, seja por observar na forma de financiamento das economias monetárias de produção a origem para as crises das economias avançadas. Sua explicação demonstra o ciclo completo da economia, analisando sua fase ascensional e de crise e mostra o caráter recorrente do mesmo.

As análises de Minsky estavam associadas fundamentalmente a economias fechadas. Contudo, recentes trabalhos têm procurado fazer o mesmo tipo de análise para crises cambiais em diversas economias, sobretudo, economias periféricas (Arestis e Glickman, 2002, De Paula e Alves Jr., 2000, Lopez, 1997, Resende e Amado, 2006). Estes trabalhos tratam o sistema financeiro internacional nos moldes dos desenvolvimentos de Minsky e consideram os países como unidades econômicas, próximas à categorização sobre vulnerabilidade desenvolvida por aquele autor. Estabelecem, assim, medidas para a vulnerabilidade e procuram mostrar como através do ciclo recente dessas economias chega-se à crise cambial.¹⁴

Do ponto de vista da análise de Minsky, cremos ser importante demonstrar que há algumas diferenças marcantes no que se refere aos países, enquanto unidades de análise, e as unidades com que este autor trabalha. Enquanto em Minsky o problema é de fluxo monetário do projeto e de capacidade de repagamento do projeto específico, em economias abertas, com um grande nível de vulnerabilidade externa, o problema está associado não apenas à capacidade de repagamento dos

¹³ Para interessante discussão sobre a relação entre o *boom* econômico e a elevação das taxas de juros em Minsky, ver Mollo (1988).

¹⁴ Exemplo desta tentativa de quantificar a vulnerabilidade pode ser encontrado em de Paula e Alvez Jr (2000).

projetos específicos, mas, também, à capacidade de geração de divisas externas que permitam esse repagamento. Neste caso, o processo é muito mais complexo e exige uma engrenagem mais sofisticada¹⁵.

O interessante a ser observado é que o caráter cíclico e repetitivo das crises em economias periféricas, sobretudo na América Latina, é extremamente marcante e que a própria resposta dada às crises cambiais desses países acaba determinando parte do modelo de desenvolvimento dos mesmos. Objetiva-se, então, mostrar como se dá a persistência de problemas de financiamento dessas economias e como as respostas externas aos problemas de financiamento e/ou às restrições de divisas se associam ao desenvolvimento do sistema financeiro internacional dentro de um esquema muito próximo ao proposto por Minsky.

4. A PERIFERIA E O CICLO REFLEXO

No caso da periferia, em especial das economias da América Latina, observa-se uma tendência à geração de um ciclo reflexo ao das economias centrais. Ou seja, caso analisemos as economias periféricas como firmas (postura adotada nas análises cambiais que têm base em Minsky, como por exemplo de Paula e Alves Jr., 2000; Resende e Amado, 2006) observa-se que estas tendem a seguir e absorver a disposição do sistema financeiro internacional em estender empréstimos e aceitar financiar projetos sujeitos a uma vulnerabilidade maior, isto é, países com caráter especulativo e, nas últimas fases ascensionistas do ciclo, Ponzi. O agravante neste tipo de situação é que as restrições a países são mais severas do que a firmas, uma vez que a restrição das firmas é a disponibilidade de caixa para honrar os compromissos nos diversos momentos críticos de seu fluxo de caixa. Já no caso de países, há os problemas associados aos projetos financiados, que se comportam da mesma forma que em análises de firmas, mas, também, há a necessidade de converter esses fluxos de caixa em divisas para honrar os pagamentos externos. Este último problema tem um caráter macroeconômico e transcende a questão da análise da vulnerabilidade do projeto individual. Pode haver o caso de projetos, ou firmas, que são viáveis em termos de sua capacidade de cumprir seus fluxos de caixa, mas que, por problemas associados a restrição de divisas dos países em que estão inseridos, são inviáveis quando se trata do repagamento dos empréstimos internacionais a eles associados.

¹⁵ Em parte De Paula e Alvez Jr. (2000) desenvolvem este tipo de abordagem.

Neste sentido, há uma assimetria entre as variáveis relevantes do ponto de vista da análise do processo de endividamento dessas economias. Enquanto as firmas nacionais fazem suas análises observando seus fluxos de caixa em moeda doméstica, os bancos e outros agentes financeiros internacionais observam tanto o fluxo de caixa dos projetos quanto a vulnerabilidade externa do país. Portanto, na fase ascensional do ciclo, em que estes bancos têm uma perspectiva favorável do processo e estão com excesso de liquidez, em grande parte endogenamente gerada através das inovações financeiras, eles aceitam financiar unidades especulativas, que em decorrência de oscilações da taxa de juros podem se transformar em Ponzi. E aceitam, mesmo, financiar países com características de unidades especulativas e Ponzi.

Entretanto, alterações na percepção do nível de fragilidade financeira desses países podem levar a mudanças bruscas no que diz respeito à concessão de novos empréstimos e, nesse caso, há uma quebra de grande parte das unidades ou um *default* dos países com características Ponzi.¹⁶ Nesses momentos de crises cambiais, surge a necessidade de instituições coordenadoras e flexibilizadoras da oferta de liquidez em nível internacional e, caso estas não existam, há o aprofundamento da crise gerada pelo comportamento cíclico dos sistema financeiro internacional.

Todavia, cabe o questionamento sobre o porquê de os países periféricos aceitarem incorrer em um processo como o analisado, de vulnerabilização financeira. Isto ocorre em virtude de dois motivos principais:

- i) o pequeno desenvolvimento relativo de seu SNI implica menor competitividade internacional e menor capacidade de atração de capitais por parte destas economias *vis-à-vis* as economias centrais. Implica, ademais, baixo grau de diversificação produtiva e de progresso técnico, denotando um coeficiente de importação mais elevado em relação ao coeficiente de exportação, principalmente nas fases ascendentes do ciclo econômico destas economias. O resultado deste conjunto de fatores é uma elevada restrição externa ao crescimento destas economias;
- ii) Algumas análises observam a incapacidade do sistema financeiro nacional de suprir a economia doméstica de financiamento de longo prazo. Assim, em situações favoráveis de oferta de liquidez internacional recorre-se aos capitais externos para cumprir este papel. Esta era a origem do acúmulo

¹⁶ Segundo (Dow, 1993:168-176), a oferta de crédito externo não é uniforme entre economias e o sistema financeiro internacional afeta o crescimento das mesmas de maneira desigual. Portanto, ele não é neutro. Conforme aquela autora, esta assertiva encontra respaldo no comportamento do sistema financeiro internacional: os bancos adotam um controle discricionário no que diz respeito à distribuição e ao volume de crédito externo, observado no âmbito de suas avaliações de risco soberano. Sobre este ponto, ver também De Paula e Alves Jr (2000), Amado (1997) e Amado (2003).

de reservas externas em momentos de ampliação da dívida externa brasileira na década de 1970 (Studart, 1995).

A experiência empírica parece corroborar uma combinação desses dois elementos, quais sejam, restrição de divisas externas e ausência de financiamento privado doméstico de longo prazo. Isto justificaria a absorção por parte das economias periféricas de financiamento internacional sempre que há facilidade de acesso a ele e, também, variações positivas nas reservas internacionais desses países periféricos em momentos de oferta elástica de liquidez internacional.

Todavia, exatamente porque há uma restrição de divisas associada ao crescimento desses países periféricos, eles tendem a se tornar vulneráveis quando da ampliação do processo de endividamento, como mostram para o período recente De Paula e Alves Jr. (2000).

Em decorrência da posição remota do ponto de vista de formação de expectativas dos bancos e agentes financeiros internacionais em relação aos países periféricos, observam-se movimentos miméticos extremamente acentuados no que se refere à interrupção do refinanciamento a esses países¹⁷. Isto é o que se vê no momento de inflexão da fase ascensional do ciclo do sistema financeiro internacional para a fase de baixa. Essa restrição, no caso dos países periféricos, vem de forma extremamente forte e gera todo um processo com reflexos profundos na economia real dos países em questão.

5. LIQUIDEZ INTERNACIONAL E CICLO: ALGUMAS OBSERVAÇÕES PARA A AMÉRICA LATINA

Segundo Dow (1986-87:249; 1993:167), nas economias em desenvolvimento as taxas de retorno dos ativos são relativamente baixas se comparadas às dos países desenvolvidos e, por isso, experimentam contínuas saídas de capitais, enquanto a preferência pela liquidez é persistentemente alta. Ademais, há nessas economias menor capacidade de geração de divisas externas por meio do crescimento das exportações líquidas *vis-à-vis* as economias desenvolvidas (Dow, 1993:159-162). Muitas vezes, nas fases ascensionistas dos ciclos dessas economias surgem persistentes déficits em conta corrente.¹⁸

Portanto, a relação do sistema financeiro internacional com as economias periféricas apresenta natureza distinta daquela observada com as economias centrais, favorecendo o processo

¹⁷ Conhecido na literatura convencional como comportamento de manada. Ver Calvo and Végh (1999)

¹⁸ Minsky (1994:30-33) apresenta argumento semelhante, segundo o qual os países endividados (periféricos) apresentam déficits “crônicos” no saldo global dos itens do balanço de pagamentos referentes à balança comercial e a pagamentos de juros e de amortizações.

de desenvolvimento econômico desigual. Aquelas economias são classificadas na categoria especulativa/ponzi nos mercados financeiros mundiais, enquanto estas seriam classificadas na categoria hedge devido à menor capacidade relativa das primeiras em gerar o influxo líquido de divisas externas necessário (seja pela conta comercial, de serviços ou financeira) para honrar seus compromissos financeiros internacionais. Ademais, esta menor capacidade relativa das economias periféricas de gerar receita líquida de divisas externas ensejaria, então, um maior grau de vulnerabilidade externa destas em relação às economias desenvolvidas.¹⁹

A incerteza relativamente mais elevada no sistema financeiro internacional sobre o influxo líquido de divisas externas nas economias periféricas implica em menor disponibilidade de crédito para a Periferia *vis-à-vis* o Centro.²⁰ Conforme analisado na seção anterior, nas fases ascendentes dos ciclos dos mercados financeiros mundiais, isto é, dos ciclos da liquidez internacional, esta incerteza é amenizada: o otimismo generalizado permite a expansão do crédito, inclusive para a Periferia. Na teoria financeira de Minsky (1986), os credores acreditam que as unidades devedoras especulativas/ponzi conseguirão rolar seus débitos nos períodos de otimismo. O aumento da entrada líquida de divisas externas no balanço de pagamentos da economia periférica melhora a oferta de *finance* e corrige possíveis situações de escassez de divisas externas, afastando a restrição externa ao seu crescimento.²¹ Além disso, sua vulnerabilidade externa, decorrente de déficits crônicos em transações correntes, fica camuflada pela melhora do saldo do balanço de pagamentos. A incerteza e a preferência pela liquidez são, então, mitigadas na economia periférica.

Nas fases descendentes dos ciclos, por outro lado, o otimismo se desfaz e há um racionamento de crédito mais intenso, ou assimétrico, para a periferia, dada a incerteza relativamente maior sobre sua capacidade de honrar seus compromissos financeiros externos. Consequentemente, a incerteza sobre a disponibilidade futura de *finance* e de crédito externo cresce na periferia, num contexto de dificuldades de balanço de pagamentos. Verifica-se, então, um aumento da preferência pela liquidez na economia periférica, expresso por meio da compra de

¹⁹ A vulnerabilidade externa de uma economia é determinada, então, a partir da sua receita líquida de divisas externas. Portanto, o volume de passivos externos líquidos acumulados está sendo considerado neste conceito de vulnerabilidade externa, pois quanto maior for este volume, menor será a receita líquida de divisas em virtude do pagamento de compromissos financeiros que o passivo externo implica. Por fim, note que a abertura da conta de capitais, observada em diversas economias na década de 1990, pode aprofundar a vulnerabilidade externa de um país ao torná-lo mais sensível à volatilidade dos fluxos de capitais.

²⁰ Sobre o conceito de graus de incerteza em Keynes, Shackle e Davidson, ver Crocco (2002).

²¹ Dow (1986/87) demonstra a relação positiva entre aumentos da oferta líquida de divisas externas e aumentos da oferta de *finance*, seja em regime de taxas de câmbio fixas ou flexíveis.

ativos estrangeiros – fuga de capitais –, reforçando a percepção do sistema financeiro internacional sobre sua posição especulativa/ponzi.²² Deste modo, a vulnerabilidade externa é evidenciada nos períodos em que se intensifica o racionamento de crédito para a periferia, fenômeno recorrente, uma vez que os mercados financeiros apresentam um comportamento cíclico endógeno na economia monetária de produção (Minsky, 1986).

Com efeito, as economias periféricas se comportam de forma reflexa aos 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.

Visando a investigação empírica da relação entre os ciclos da liquidez internacional e os ciclos de crescimento das economias latino americanas, observamos a taxa de crescimento e o saldo em conta corrente e da conta financeira do balanço de pagamentos das quinze maiores economias da América Latina. Cuba e Venezuela foram excluídas dessa amostra visto que o primeiro possui participação negligenciável no mercado internacional de crédito e o segundo apresenta uma dinâmica atrelada ao mercado mundial do petróleo. Assim, a amostra estudada é composta pelos seguintes países: Brasil (Br), México (Me), Argentina (Ar), Colômbia (Co), Chile (Ch), Peru (Pe), República Dominicana (RD), Guatemala (Gu), Uruguai (Ur), Equador (Eq), Costa Rica (CR), El Salvador (ES) e Panamá (Pa).

O aumento (queda) do passivo externo líquido - que corresponde ao déficit (superávit) em conta corrente do balanço de pagamentos - de diversos países da América Latina está correlacionado com a elevação (queda) da média móvel da liquidez internacional (MLI), nas últimas décadas.²³ O coeficiente de

²² Conforme Dow (1999:154-155), na economia fechada “a moeda nacional é geralmente o ativo de maior liquidez e cujo valor é o mais estável. Mas, na economia internacional há uma gama de moedas (...) onde o valor da moeda doméstica está caindo significativamente em relação às moedas estrangeiras, devido à inflação doméstica ou à depreciação da taxa de câmbio, as outras moedas irão satisfazer melhor a preferência pela liquidez (...) suponha que, para um dado grau de preferência pela liquidez, ocorra uma perda de confiança na estabilidade do valor da moeda doméstica relativamente às outras moedas, então as moedas estrangeiras irão satisfazer melhor aquela preferência pela liquidez”. Dow (1999:156) apresenta os motivos transação, especulação e precaução da demanda por moeda internacional demonstrando, entre outras coisas, que quanto maior for a incerteza quanto às taxas de câmbio (motivo precaução), além da busca por menores perdas decorrentes de mudanças cambiais (motivo especulação), mais os agentes aumentarão sua demanda por ativos internacionais líquidos.

²³ A liquidez internacional corresponde à soma dos valores tomados em módulo das seguintes rubricas do Balanço de Pagamentos dos Estados Unidos, Reino Unido, Japão, Alemanha, Itália, França e Canadá (grupo conhecido como

correlação entre a MLI e o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos dos países analisados entre 1971 e 2004, exceto para República Dominicana e Equador, sugere uma relação inversa entre estas variáveis. Para países menores como Guatemala, Costa Rica, El Salvador e Panamá tal coeficiente superou a marca de $-0,50$ (tabelas 1A e 1B).²⁴

Tabela 1A – Coeficiente de Correlação entre a Média Móvel da Liquidez Internacional e o Saldo em Conta Corrente do Balanço de Pagamentos – 1970-2004

| Br | Me | Ar | Co | Ch | Pe | RD |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| -0,33 | -0,44 | -0,22 | -0,26 | -0,02 | -0,31 | 0,19 |

Fonte: Eclac (www.eclac.cl) - Badestat, Financial Statistics Yearbook (FMI) – Elaboração própria.

Tabela 1B – Coeficiente de Correlação entre a Média Móvel da Liquidez Internacional e o Saldo em Conta Corrente do Balanço de Pagamentos – 1970-2004

| Gu | Ur | Eq | CR | ES | Pa |
|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| -0,90 | -0,24 | 0,02 | -0,76 | -0,67 | -0,57 |

Fonte: Eclac (www.eclac.cl) - Badestat, Financial Statistics Yearbook (FMI) – Elaboração própria.

Verifica-se que a elevação da MLI promove uma ampliação do passivo externo líquido da grande maioria das economias da América Latina, o que, como previamente analisado, aumenta a vulnerabilidade externa dessas economias. Assim, é possível observar estatisticamente uma relação positiva entre as oscilações da liquidez mundial e o grau de vulnerabilidade externa desses países. Embora tal vulnerabilidade possa eventualmente ser encoberta por superávits no balanço de pagamentos nos períodos de aumento da liquidez internacional, ela representa a base real para a classificação das economias periféricas nas categorias especulativa e ponzi. A correlação elevada e negativa entre a MLI e saldo em conta corrente do balanço de pagamentos dos países analisados corrobora o argumento de elevada restrição externa ao crescimento desses

G7): “investimentos de portfólio (ativo e passivo)”, “derivativos financeiros (ativo e passivo)” e “outros investimentos (ativo e passivo)”. Plihon (1995) usa como *proxy* para a liquidez internacional apenas os dados relativos a “investimentos de portfólio”. Todavia, as rubricas “derivativos financeiros” e “outros investimentos” também contemplam capitais de curto prazo e instrumentos financeiros associados aos mercados de derivativos e futuros. A fonte desses dados foi o International Financial Statistics Yearbook (FMI). Optou-se pela média móvel da liquidez internacional, isto é, pela sua média aritmética em dois períodos (soma da liquidez internacional no ano presente e no ano anterior dividida por 2), razão para o uso das séries a partir de 1971. Tal opção se deve ao fato de que são as oscilações médias da liquidez internacional que afetam as variáveis macroeconômicas em função da presença de defasagens de resposta.

²⁴ Essa conclusão deve ser vista com cautela, pois as influências de outras variáveis sobre aquelas em estudo não estão sendo consideradas. Para tanto, seria necessário desenvolver e estimar um modelo econométrico, tarefa ainda por ser realizada em estudos futuros.

países, decorrente do pequeno desenvolvimento relativo de seus SNIs.

Deste modo, o crescimento dessas economias periféricas teria como requisito o aumento da demanda de importações, concomitantemente a uma inserção pouco competitiva das exportações. Durante o processo de crescimento dessas economias haveria, então, uma tendência à deterioração da sua balança comercial e da sua balança de transações correntes, viabilizada pelo ingresso líquido de recursos pela conta financeira do seu balanço de pagamentos.

Todavia, saldos positivos e crescentes na conta financeira dependem do nível da liquidez internacional, principalmente quando se trata de economias classificadas pelo sistema financeiro internacional nas categorias especulativa e ponzi. Nos períodos de baixa cíclica da liquidez internacional, o forte racionamento de crédito externo que as economias periféricas-especulativas-ponzi experimentam impõe uma restrição de divisas externas ao seu crescimento nos moldes propostos pela Lei de Thirlwall.²⁵ O crescimento é também desestimulado por outros motivos que se somam à restrição de divisas externas: a escassez dessas divisas inibe a oferta de *finance* (Dow, 1986/87) e provoca aumentos na incerteza quanto ao crescimento futuro da economia e, também, quanto à sua solvência externa, isto é, quanto à disponibilidade futura de divisas externas face aos seus compromissos financeiros futuros acordados no mercado internacional. A elevação da preferência pela liquidez que decorre desse processo pressiona as taxas de juros domésticas e desestimula as decisões de investir, inibindo o crescimento econômico.

O argumento de que o crescimento das economias periféricas é reflexo aos ciclos da liquidez no sistema financeiro internacional é corroborado pelos coeficientes de correlação entre a taxa de variação da média móvel da liquidez internacional real (MLIR) e a taxa de variação do produto (PIB) real de países latino americanos e dos países desenvolvidos (G7), no período 1971-2004 (tabelas 2A e 2B).²⁶ Tal coeficiente mostrou-se positivo e superior a 0,29 para todos os países periféricos, a exceção de Chile, Equador, Panamá e El Salvador, sendo que este último

²⁵ A Lei de Thirlwall considera a competitividade estrutural de uma economia, refletida nas elasticidades-renda de suas exportações e importações, importante determinante do grau de sua vulnerabilidade internacional e, portanto, dos limites de seu crescimento. Sobre a Lei de Thirlwall e as experiências latino-americanas e brasileira, ver López & Cruz (2000) e Jayme Jr (2003, 2006).

²⁶ A liquidez internacional real corresponde à liquidez internacional deflacionada pelo índice de preços norte-americano (*producer prices/industrial goods*). O uso de taxas de variação para o cálculo dos coeficientes de correlação foi necessário para evitar problemas de correlação espúria. Tal artifício não foi necessário para calcular os coeficientes de correlação entre a MLI e os saldos em conta corrente (tabelas 1A e 1B) visto que tais saldos são estacionários.

esteve em guerra civil por muitos anos durante o período em estudo. Uruguai, Colômbia e Brasil apresentaram coeficientes muito elevados, superiores ou iguais a 0,50. Em relação aos países desenvolvidos, os coeficientes encontrados são iguais ou inferiores a 0,30, a exceção do Japão.

Tabela 2A – Coeficientes de Correlação entre a Taxa de Variação da Média Móvel da Liquidez Internacional Real e a Taxa de Variação do PIB real – 1971-2004

| Br | Me | Ar | Co | Ch | Pe | RD | Gu | Ur | Eq |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 0,50 | 0,33 | 0,38 | 0,52 | 0,25 | 0,34 | 0,34 | 0,38 | 0,56 | 0,27 |

Fonte: Eclac (www.eclac.cl) - Badestat ; Financial Statistics Yearbook (FMI) – Elaboração própria.

Tabela 2B – Coeficientes de Correlação entre a Taxa de Variação da Média Móvel da Liquidez Internacional Real e a Taxa de Variação do PIB real – 1971-2004

| CR | ES | Pa | USA | UK | Al | Fr | It | Ca | Já |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 0,30 | 0,02 | 0,23 | 0,30 | 0,22 | 0,01 | 0,23 | 0,24 | 0,27 | 0,39 |

Fonte: Eclac (www.eclac.cl) - Badestat, Financial Statistics Yearbook (FMI) – Elaboração própria. USA= Estados Unidos, UK = Reino Unido, Al = Alemanha, Fr = França, It = Itália, Ca = Canadá, Ja= Japão.

A correlação positiva entre liquidez internacional e crescimento econômico era esperada para todos os países. Os Estados Unidos são provedores da liquidez mundial e sendo a maior economia do planeta, a ampliação do *finance* que antecede as decisões de investir naquele país tem efeitos significativos sobre a expansão da liquidez internacional. Assim, esta última é afetada pelo ciclo de crescimento endógeno norte-americano que, por seu turno, é alimentado pela expansão da liquidez mundial. Ademais, o aumento da liquidez mundial é favorecido por déficits em conta corrente do balanço de pagamentos dos USA, observados principalmente nos períodos de ascensão do seu ciclo de crescimento. O coeficiente de correlação entre os saldos em conta corrente dos USA e a MLI entre 1971 e 2004 é de -0,90 (tabela 3). Para o Reino Unido (UK), onde se localiza a segunda mais importante praça financeira internacional, parece ocorrer fenômeno semelhante (tabela 3).

Tabela 3 – Coeficientes de Correlação entre a Média Móvel da Liquidez Internacional e o Saldo em Conta Corrente do Balanço de Pagamentos – 1971-2004

| USA | UK | Al | Fr | It | Ca | Ja |
|-------|-------|------|------|------|------|------|
| -0,90 | -0,63 | 0,24 | 0,63 | 0,13 | 0,59 | 0,81 |

Fonte: Financial Statistics Yearbook (FMI) – Elaboração própria.

Alemanha, França, Itália, Canadá e Japão apresentam correlação positiva e, em geral, elevada entre a MLI e os saldos em conta corrente (tabela 3). Este resultado sugere que: i) as

economias desenvolvidas, a exceção das economias provedoras da liquidez mundial (USA e UK), elevam seu saldo global de receitas de divisas externas (decorrentes de suas exportações líquidas e de suas receitas líquidas de juros e de lucros e dividendos) nos períodos de ascensão cíclica da liquidez internacional, ajudando a explicar a correlação positiva entre esta última e o crescimento daquelas economias; ii) está correto o argumento de que há padrões diferenciados de inserção internacional e de correlação entre a liquidez internacional e o crescimento das economias desenvolvidas e periféricas.

Nos períodos de ascensão cíclica da liquidez mundial, enquanto as economias desenvolvidas (a exceção daquelas provedoras de liquidez) apresentam superávits em conta corrente (queda em seus passivos externos líquidos) e déficits na conta financeira do balanço de pagamentos, ajudando a expandir a liquidez internacional, as economias periféricas absorvem recursos externos necessários para seu crescimento, apresentando déficits em conta corrente e superávits na conta financeira (tabelas 4A e AB e gráficos 1 e 2). A dependência da liquidez internacional e, então, da absorção de recursos externos pelas economias periféricas visando seu crescimento econômico se reflete no seu maior grau de vulnerabilidade externa *vis-à-vis* as economias centrais. Os coeficientes de correlação entre a MLIR e o crescimento daquelas economias mostram-se, portanto, em geral mais elevados em relação aos mesmos coeficientes observados para as economias desenvolvidas (tabelas 2A e 2B).

Tabela 4A – Coeficientes de Correlação entre a Média Móvel Liquidez Internacional e o Saldo na Conta Financeira do Balanço de Pagamentos^a

| Br | Me | Ar | Co | Ch | Pe | RD | Gu | Ur | Eq |
|------|------|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| 0,34 | 0,43 | -0,06 | 0,41 | 0,18 | 0,52 | 0,34 | 0,83 | -0,04 | -0,15 |

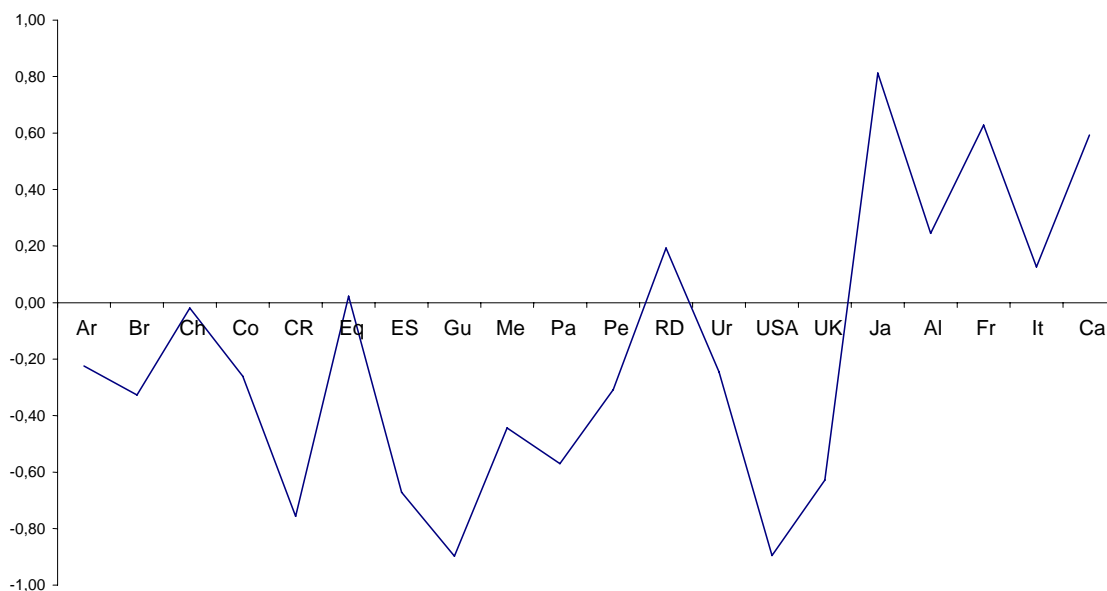
Fonte: Eclac (www.eclac.cl) - Badestat – Elaboração própria. ^a Na base de dados da Cepal há informações não disponíveis para os primeiros anos da década de 1970 sobre a conta financeira de alguns países; assim, a data de início das séries usadas para o cálculo dos coeficientes para Br, Me, Ar, Co, Ch, Pe, RD, Gu, Ur e Eq, é, respectivamente, 1975, 1979, 1976, 1971, 1975, 1977, 1971, 1987, 1976, 1977, 1976, 1977.

Tabela 4B – Coeficientes de Correlação entre a Média Móvel Liquidez Internacional e o Saldo na Conta Financeira do Balanço de Pagamentos^a

| CR | ES | Pa | USA | UK | Al | Fr | It | Ca | Já |
|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 0,53 | 0,65 | 0,55 | 0,91 | 0,49 | -0,42 | -0,56 | -0,11 | -0,68 | -0,23 |

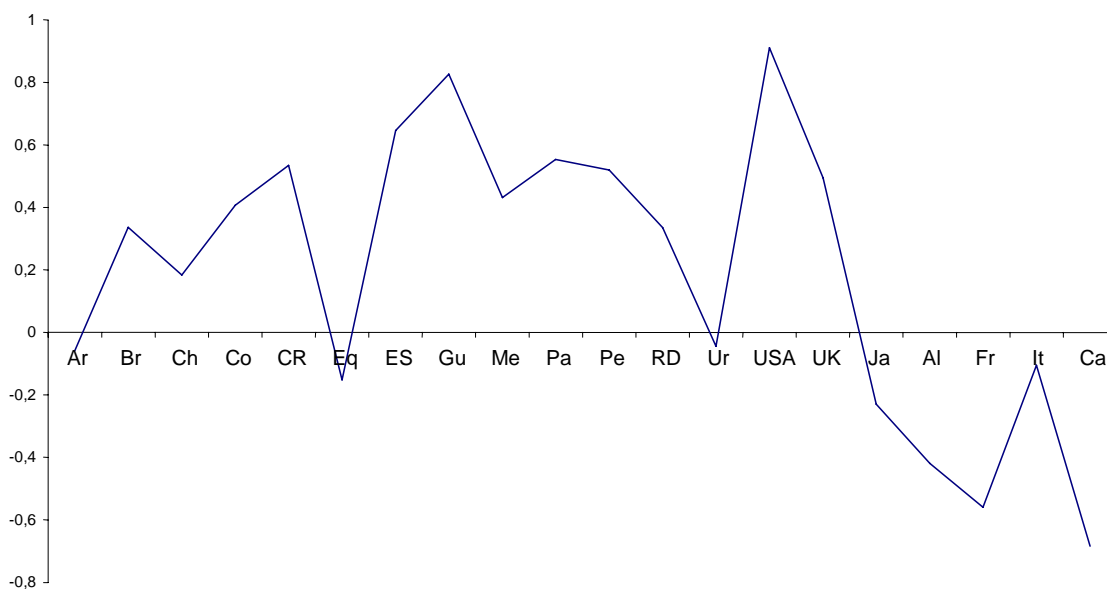
Fonte: Eclac (www.eclac.cl) - Badestat; Financial Statistics Yearbook (FMI) – Elaboração própria. ^a Na base de dados da Cepal há informações não disponíveis para os primeiros anos da década de 1970 sobre a conta financeira de alguns países; assim, a data de início das séries usadas para o cálculo dos coeficientes para CR, ES e Pa, é, respectivamente, 1977, 1976 e 1977. Para os países do G7 tal data é 1971.

Gráfico 1 - Coeficientes de Correlação entre a Média Móvel da Liquidez Internacional e o Saldo em Conta Corrente: 1971-2004



Fonte: Cepal, Financial Statistics Yearbook (FMI) – Elaboração própria.

Gráfico 2 - Coeficientes de Correlação entre a Média Móvel da Liquidez Internacional e o Saldo da Conta Financeira



Fonte: Cepal, Financial Statistics Yearbook (FMI) – Elaboração própria.

Portanto, a deficiência competitiva estrutural e o sistema financeiro pouco desenvolvido das economias latino-americanas (periféricas), aliados ao comportamento Minskyano do sistema financeiro internacional podem explicar a correlação positiva entre variações na liquidez internacional e oscilações do passivo externo dessas economias. Ademais, tal correlação sugere a forte dependência dos ciclos de crescimento das economias periféricas em relação aos ciclos dos mercados financeiros internacionais.

Por fim, nos ciclos verificados durante o período estudado está presente o comportamento Minskyano do sistema financeiro internacional e das unidades (países) endividadas, embora as características desses ciclos sejam distintas em diversos aspectos. Segundo Ffrench-Davis (2003), o ciclo dos anos 1990 se diferencia dos ciclos anteriores devido: i) ao aumento da importância do mercado financeiro internacional na determinação dos choques, positivos e negativos, sofridos pelas economias emergentes; ii) à predominância de fluxos privados de capital; iii) à ocorrência de crises de cunho financeiro em economias que passaram por reformas consideradas exitosas por instituições financeiras internacionais e agências de avaliação de risco; iv) à redução da regulação e supervisão dos fluxos de capitais, seja no lado da oferta, seja no lado da demanda. Ademais, o crescimento e a diversificação dos fluxos financeiros internacionais, verificados desde os anos 1970 até hoje, foram acompanhados pela substituição do crédito bancário de longo prazo por fluxos de investimento de portfólio, financiamento bancário de médio e curto termo e fluxos de capitais ligados a fusões e aquisições. Isto resultou no aumento da participação de ativos de elevada liquidez na estrutura do passivo externo das economias.

Deste modo, os fluxos financeiros na década de 1990 tornaram-se bem mais voláteis *vis-à-vis* os fluxos de períodos anteriores e, portanto, a entrada e saída de capitais tornou-se mais sensível ao humor dos mercados financeiros internacionais. Os agentes predominantes no mercado financeiro especializaram-se em ativos de alta liquidez, tornando-se mais responsivos a mudanças nas variáveis que afetam os retornos de curto prazo dos ativos. O horizonte de curto prazo passou a prevalecer no âmbito dos fluxos internacionais de capital, e o humor dos mercados financeiros internacionais tornou-se relevante na determinação de tais fluxos (Ffrench-Davis, 2003; Ffrench-Davis & Ocampo, 2001; Plihon, 1995). Estas características observadas no ciclo expansionista da liquidez internacional nos anos 1990 tornam ainda mais evidente o comportamento Minskyano do sistema financeiro internacional em virtude da ausência de instituições coordenadoras e flexibilizadoras da oferta de liquidez em nível mundial.

5. CONCLUSÕES

Este trabalho procurou demonstrar que há peculiaridades na interação da esfera financeira internacional com as esferas real e financeira das economias em desenvolvimento (periféricas), condicionando os ciclos de crescimento dessas economias. Conforme a literatura Neo-Schumpeteriana, as economias periféricas apresentam deficiências em seu SNI *vis-à-vis* as economias centrais. Tais deficiências têm efeitos deletérios sobre a competitividade e sobre o potencial de atração de capitais destas economias, resultando em restrição de recursos externos mais elevada nas mesmas quando comparadas com as economias centrais. Ademais, o sistema financeiro privado das economias periféricas também é deficiente e, em geral, não realiza financiamento de longo prazo. Esta característica aliada à escassez de divisas externas leva as economias periféricas a aumentar seu passivo externo sempre que o acesso ao sistema financeiro internacional é possível.

Neste trabalho procuramos recuperar à luz da interpretação de Minsky (1982, 1986) a possibilidade de entender crises cambiais das economias ditas emergentes a partir dos impactos que a instabilidade financeira e seus reflexos reais geram nas economias em geral, e nas periféricas em particular. Chamamos a atenção para a propriedade desse tipo de abordagem, mas enfatizamos que a idéia de recorrência cíclica muitas vezes não é observada.

Verificamos que as economias periféricas se comportam de forma reflexa aos ciclos da liquidez mundial gerando, desta maneira, ciclos que têm na disponibilidade de liquidez no mercado internacional seu ponto de partida e que se desenvolvem fragilizando essas economias. Em decorrência de mudanças nas expectativas subjetivamente formadas dos fornecedores de liquidez internacional para as economias periféricas, a fase expansionista do ciclo se encerra, gerando crises bastante profundas nas mesmas. Argumentamos, também, que esse é um padrão que se repete e se aprofunda com o movimento recente de liberalização financeira ocorrido em termos internacionais.

Os dados analisados demonstraram que, para o caso de treze países da América Latina, o tipo de abordagem teórica utilizada foi adequado para compreender parte do movimento cíclico de suas economias. Constatou-se que há um componente Minskyano que justifica o movimento dessas economias e que este elemento é determinado, também, na esfera do sistema financeiro internacional e não apenas na dimensão do sistema financeiro dessas economias. O grau de vulnerabilidade externa mais elevado das economias latino americanas (periféricas), que decorre

de deficiências em seus SNIs e em seus sistemas financeiros, resulta em um comportamento assimétrico do sistema financeiro internacional. Este impõe em períodos de queda cíclica da liquidez mundial restrição de crédito mais elevada para as economias periféricas *vis-à-vis* as economias centrais, condicionando seus ciclos de crescimento.

6. Referências Bibliográficas

- Albuquerque, E. M. (1999) National systems of innovation and Non-OECD countries: notes about a rudimentary and tentative typology. *Brazilian Journal of political Economy*, v. 19, n. 4 (76), October-december.
- Albuquerque, E. M. (1996) Notas sobre a Contribuição de Kenneth Arrow para a Fundamentação Teórica dos Sistemas Nacionais de Inovações. *Revista Brasileira de Economia*, abr./Jun.
- Amado, A. M. (1997) *Disparate Regional Development in Brazil: a monetary production approach*. London, Ashgate: Aldershot.
- Amado, AM. (2000) Limites Monetários ao Crescimento: Keynes e a Não Neutralidade da moeda *Ensaio FEE*, Vol 21, n.1.
- Arestis, P. e Glickman, M. (2002) "Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion The Minskyan Way" *Cambridge Journal of Economics*. Vol. 26, N. 2., March.
- Bernardes A.T. & Albuquerque, E.M. (2003) Cross-over, thresholds, and interactions between science and technology: lessons for less-developed countries. *Research Policy*, 32;
- Calvo, G. and C. Vegh. (1999). Inflation stabilization and balance of payments crises in developing countries. *NBER Working papers n.6925*. www.nber.org
- Canuto, O.S.F. (1998) Padrões de especialização, hiatos tecnológicos e crescimento com restrição de divisas. *Revista de Economia Política*, vol 18, n. 3 (71), julho-setembro.
- Carvalho, F.C.J., (1983-84) "On the Concept of Time in Shackle and Sraffian Economics", *Journal of Post keynesian Economics*, Vol VI, N. 2, Winter.
- Carvalho, F.C.J (1993) Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. *Revista de Economia Política*, vol. 13, n. 3(51), Julho-Setembro.
- Chick, V.(1986) "The Evolution of the Banking System and The Theory of Saving, Investment and Interest". *Economies et Societes*, vol.20, Serie Monnaie et Production.
- Crocco M.(2002) The concept of degrees of uncertainty in Keynes, Shackle, and Davidson. Belo Horizonte, *Nova Economia*, 12(2), julho-dezembro.
- Cruz, P.C.D.(1984) *Dívida Externa e Política Econômica: A Experiência Brasileira nos Anos Setenta*. Brasiliense, São Paulo.
- Dosi, G.; Fabiani & Freeman, C. (1994) The process of economic development: introducing some stylized facts and theories on technologies, firms and institutions. *Industrial and Corporate Change*, v. 3, n. 1.

- Dow, S.C.(1986-87) Post Keynesian monetary theory for an open economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. IX, n. 2. Winter.
- Dow, S.C.(1993) *Money and the economic process*. Aldershot, Edward Elgar.
- Dow, S.C.(1999) International liquidity preference and endogenous credit. In HARVEY, J.T. & Deprez, J. (org) *Foundations of international economics: post-Keynesian perspectives*. Routledge.
- Dow, S.C.(1985) *Macroeconomic Thought: A Methodological Approach*. Blackwell, Oxford.
- Fagerberg, J.(1994) Technology and International Differences in Growth Rates. *Journal of Economic Literature*, Vol XXXII, September.
- Fajnzylber, R.F.(1983) *La Industrialización Trunca de América Latina*, México, Nueva Imagem.
- Ffrench-Davis, R. (2003) Financial crises and national policy issues: an overview. In Ffrench-Davis, R. & Griffith-Jones, S. (orgs) *From capital surges to drought: seeking stability for emerging economies*. New York, Palgrave Macmillan.
- Ffrench-Davis, R. & Ocampo, J.A. (2001), The globalization of financial volatility, In Ffrench-Davis, R. (org) *Financial crises in successful emerging economies*. Washington, DC: ECLAC/Bookings Institution.
- Freeman, C. (2004) The National System of Innovation in historical perspective. *Revista Brasileira de Inovação*, V3, N. 1, Janeiro/junho.
- Jayme Jr. F. G. (2003) Balance-of-payments-constrained economic growth in Brazil. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 23, n.1, (89), Janeiro-Março.
- Jayme Jr. F. G. (2006) Growth Under External Constraints in Brazil: A Post Keynesian Approach. In Holt, R. and S. Pressman. *Post Keynesian Economics: Looking at the Real World*, New York, M.A. Sharpe
- Kaldor, N.(1978) "The New Monetarism" in *Further Essays on Applied Economics*, Duckworth, London.
- Keynes, J.M.(1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. VII, Macmillan, Cambridge.
- Keynes, J.M. (1937) "The General Theory of Employment". *Quarterly Journal of Economics*, N. 51, February.
- Keynes, J.M.(1973) *The General Theory. Part I: Preparation*. Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIII, Macmillan, Cambridge.
- Kregel, J.(1996) Riscos e Implicações da Globalização Financeira para a Autonomia de Políticas Nacionais. *Economia e Sociedade*, N. 7, Dezembro.
- Lopez, J.(1997) "Mexico's Crisis: Financial Modernization and Financial Fragility", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Vol 50 (201), Junho.
- Lopez, J.G. & Cruz, A.B.(2000) Thirlwall's Law and Beyond: the Latin American experience. *Journal of Post Keynesian Economics*. Spring.
- McCombie, J. and A. Thirlwall (1994) *Economic Growth and the Balance of Payments constraint*. London, St. Martins.

- Minsky, H. P.(1982) *Can “it” happen again? Essays on instability & finance*. Armonk, New York, M.E.Sharpe.
- Minsky, H.P.(1986) *Stabilizing and unstable economy*. New Haven, Yale University Press.
- Minsky, H.P.(1994) Integração financeira e política monetária. *Economia e Sociedade* (3) Campinas, Dezembro.
- Minsky, H.P.(1975) *John Maynard Keynes*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Minsky, H.P.(1982) *Inflation, Recession and Economic Policy*.M.E.Sharpe, New York.
- Mollo, M.L.R.(1988) Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. *Revista de Economia Política*, vol 8, n. 1, Janeiro/Março.
- Mollo, M.L.R. e Amado, A.M., (2001) Globalização e Blocos Regionais: Considerações Teóricas e Conclusões de Política Econômica. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 31, n. 1.
- Moore, B.J.(1989) “A Simple Model of Bank Intermediation”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 12, N. 1. Fall.
- Nelson, R.R. (2005) Economic development from the perspective of evolutionary economic theory. *Seminarios Internos/CEDEPLAR*.
- De Paula, L.F. e Alves Jr., A.J. (2000) “External Financial Fragility and the 1998-1999 Brazilian Currency Crisis”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 22, N. 4. Summer.
- De Paula, L.F. (1999) Teoria da firma bancária. In Lima, G.T.; Sicsú, J. & De Paula, L.F. (orgs), *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Campus, Rio de Janeiro.
- Plihon, D. (1995) – “A ascensão das finanças especulativas”, *Economia e Sociedade*, Vol. 5. Dezembro.
- Prebisch, R (2000) Problemas teóricos e práticos do crescimento econômico. In Bielschowsky, R. (org) Cinquenta anos de pensamento na CEPAL. Record.
- Resende, M.F.C. (2001) “Crescimento Econômico, Disponibilidade de Divisas e Importações no Brasil: Um Modelo de Correção de Erros”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Vol. 31, N. 2. Agosto.
- Resende, M.F.C (2005) O padrão dos ciclos de crescimento da economia brasileira: 1947-2003. *Economia e Sociedade*, Campinas, V.14, n.1(24), p. 25-55, Janeiro/Junho.
- Resende, M.F.C & Amado, A.M. (2006) Liquidez Internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina. *Revista de Economia Política (prelo)*.
- Studart, R. (1995) *Investment Finance in Economic Development*, London, Routledge.