Liquidez Internacional e Ciclo Reflexo: Algumas Observações para a América Latina

Marco Flávio da Cunha Resende[1]

Adriana Moreira Amado[2]

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. Apoiando-se nesta abordagem, 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 do Brasil, México e Argentina, verificamos que estas economias latino-americanas se comportam de forma reflexa aos ciclos da liquidez mundial.
Palavras-Chave: liquidez internacional, instabilidade financeira, Minsky

ABSTRACT

The international financial instability of the 1990 has been analysed in several occasions on Minskyan perspectives. The paper is based on this theoretical 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 three Latin American countries: Brazil, Argentina and Mexico.
Key-Words: international liquidity, financial instability, Minsky

Área Temática (X Encontro SEP): Economia Monetária e Finanças Internacionais

Sub-área 13: Economia e Finanças Internacionais

1. Introdução

As discussões sobre o caráter dependente e subordinado do desenvolvimento dos países periféricos estão relativamente cristalizadas na literatura e tiveram seu ponto alto com os desenvolvimentos da Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL)**.** Todavia, grande maioria dos trabalhos dessa vertente de pensamento se centrava em aspectos reais associados ao desenvolvimento. Contudo, quando pensamos na moeda como um elemento capaz de determinar "motivos e decisões" (Keynes, 1973) observamos a impossibilidade de compreender a determinação das trajetórias de crescimento dessas economias sem ter um referencial teórico que seja capaz de contemplar a dinâmica monetária, sobretudo, em um mundo que é mais e mais dominado pela esfera financeira (Plihon, 1995).

---

[1] Do CEDEPLAR/Departamento de Economia/UFMG. O autor agradece o apoio financeiro do CNPq e da FAPEMIG.
[2] Professora do Departamento de Economia da Universidade de Brasília. A autora agradece o apoio financeiro do CNPq.

Para compreendermos e trabalharmos adequadamente com o referencial que observa a moeda como não neutra é fundamental ter em mente que estaremos nos referindo às economias monetárias de produção que são caracterizadas pela coexistência de tempo histórico, incerteza e moeda. Exatamente esse tripé gera 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 que tenha como um dos elementos determinantes elementos subjetivos e convencionais. Neste mundo, os 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, com alguns ajustes, 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).

O trabalho divide-se em três seções, além desta introdução e das conclusões. Na seção 2 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 3 serão feitas análises específicas para economias abertas e aborda-se especificamente a idéia de ciclo reflexo. Na quarta seção serão analisadas empiricamente os ciclos de algumas economias da América Latina, tentando demonstrar o papel que tem a liquidez internacional nos mesmos. As conclusões do trabalho estão na seção 5.

2. 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 computar os ônus de problemas monetários à Autoridade Monetária, que por não se guiar por mecanismos de mercado acaba desrespeitando os desejos e preferências individuais, mas também está associado à facilidade no estabelecimento das relações de causalidade pregadas por esta teoria.

Diversos autores questionaram esta noção desde debates bastante remotos no tempo.[3] 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 ortodoxia[4]. 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. Ao mesmo tempo, estes têm capacidade de alterar de forma definitiva a oferta de moeda em decorrência da capacidade de criar mecanismos institucionais que 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[5]. A esse respeito Minsky observa:

> In both variants of the neoclassical synthesis the financial structure is represented by "money". Monetarists use money as a variable that explains prices and Keynesians use money as a variable that affects aggregate nominal demand, but in both money is an outside variable; the amount of money in existence is not determined by internal processes of the economy.
>
> 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).
>
> E mais,
>
> Innovations in financial practice are a feature of our economy, especially when things go well. New institutions... and new instruments...are developed and old

[3] Ver o debate da Currency e Banking Schools, Bullionistas e Anti Bullionistas, etc.
[4] Ver Moore (1989), Kaldor (1978) entre outros.
[5] 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.

> 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 inhereted assets....The quantity of relevant moneys in an economy in which money conforms to Keynes´s definition , is endogenously 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 ascencionista a que se refere Minsky está associada à sua classificação das unidades econômicas de acordo com o grau de vulnerabilidade/fragilidade financeira. Para tanto 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, fragilizando, assim, o sistema econômico como um todo e permitindo, por um lado um *boom* econômico e, por outro, gerando as condições para que a economia entre em crise num momento posterior. As três unidades mencionadas podem ser analisadas nas palavras do próprio Minsky.

> Hedge finance takes place when the cash flow s 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 recipts 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 rations increases.(Minsky, 1982:67).

Desta maneira, fica claro que os bancos, ao terem um comportamento maximizador de lucros, em momentos de *boom* e expectativas favoráveis tendem a permitir a ampliação do espaço de unidades que são vulneráveis financeiramente e que o próprio movimento ascencional da economia tende a elevar a taxa de juros, uma vez que eleva a demanda por moeda, e ao fazê-lo tende a transformar essas unidades em elementos cada vez mais vulneráveis.[6] 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 e 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 ascencional 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). Estes trabalhos tendem a tratar o sistema financeiro internacional nos moldes dos desenvolvimentos de Minsky e tratam os países como unidades econômicas, que estão próximas à categorização sobre

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

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.[7]

Do ponto de vista da análise de Minsky, cremos ser importante mostrar que há algumas diferenças marcantes no que se refere aos países, enquanto unidades de análise, e as unidades com que Minsky 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 projetos específicos, mas, também, à capacidade de geração de divisas externas que permitam esse repagamento. Neste caso, o processo é muito mais complicado e exige uma engrenagem mais sofisticada[8].

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. Nosso objetivo é exatamente mostrar como se dá a persistência de problemas de financiamento dessas economias e como as respostas externas aos problemas de financiamento e/ou ás restrições de divisas se associam ao desenvolvimento do sistema financeiro internacional dentro de um esquema muito próximo ao proposto por Minsky.

3. 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) 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 ascencionistas 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

[7] Exemplo desta tentativa de quantificar a vulnerabilidade pode ser encontrado em de Paula e Alvez Jr, 2000.
[8] Em parte De Paula e Alvez Jr., 2000, desenvolvem este tipo de abordagem.

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, problema este que tem um caráter macroeconômico e que 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, inviabilizam o repagamento dos empréstimos internacionais a eles associados.

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 e é neste sentido que na fase ascencional 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.

Todavia, 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.[9] 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 por quê de os países periféricos aceitarem incorrer em um processo como o analisado de vulnerabilização financeira. Neste caso as respostas são de várias ordens.

---

[9] 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).

Por um lado, tradicionalmente, observa-se uma restrição de divisas associada com o próprio estilo de desenvolvimento da América Latina, restrição essa que foi largamente analisada pela CEPAL[10] em vários momentos e que, por outras razões, é apontada em estudos como Resende (2001).

Por outro lado, há toda uma análise que demonstra que no caso da economia brasileira, as restrições de liquidez não poderiam ser a única explicação no primeiro ciclo aqui analisado (anos 1970), uma vez que havia aumento das reservas internacionais durante o processo de endividamento (Cruz,1984; Studart, 1995). Este mesmo argumento se adequa ao segundo processo, visto que se observou o mesmo tipo de comportamento durante os primeiros anos do Plano Real. No que diz respeito às análises do primeiro ciclo de endividamento aqui tratado, há algumas explicações que observam a incapacidade do sistema financeiro nacional de suprir a economia doméstica de financiamento de longo prazo e, assim, recorria-se, em situações favoráveis de oferta de liquidez internacional, aos capitais externos para cumprir este papel. Esta era a origem do acúmulo de reservas em momentos de ampliação da dívida externa (Studart, 1995).

Provavelmente, há uma combinação desses dois elementos (restrição de divisas externas e ausência de financiamento privado doméstico de longo prazo), o que justificaria, por um lado, a absorção por parte das economias periféricas das possibilidades de ter acesso ao financiamento internacional sempre que há facilidade de acesso a ele e, por outro lado, justificaria 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 países[11]. Isto é o que se vê no ponto de inflexão da fase ascencional do ciclo para a fase de baixa. Essa restrição, no caso dos países periféricos, vem de forma

[10] Ver artigos de Prebisch e outros em Bielschowsky (2000).
[11] O que autores de caráter ortodoxo passaram a tentar explicar com elementos como o comportamento de manada.

extremamente forte e gera todo um processo com reflexos profundos na economia real dos países em questão.

4. Liquidez Internacional e Ciclo: algumas observações para a América Latina

Segundo Dow (1986-87:249; 1993:167), nas economias em desenvolvimento, ou periféricas, as taxas de retorno dos ativos são relativamente baixas e, por isso, elas 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).[12]

Portanto, a relação do sistema financeiro internacional com as economias periféricas apresenta natureza distinta daquela observada com as economias centrais, com efeitos sobre o processo de desenvolvimento econômico desigual. Aquelas economias são classificadas na categoria especulativa/ponzi nos mercados financeiros mundiais, enquanto estas seriam classificas 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 de capitais) 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.

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.[13] 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

[12] 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. Esses déficits seriam financiados por dívidas de curto prazo, alcançadas por meio do aumento constante das taxas de juros nos países devedores. A acumulação contínua de dívidas de curto prazo resulta, então, em especulação contra as moedas dos países deficitários, seguida de perdas de reservas externas e de depreciações de suas taxas de câmbio. Este processo seria crônico, implicando em prosperidade nos países credores à custa do empobrecimento relativo de seus vizinhos.

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

economia periférica melhora a oferta de *finance* e corrige possíveis situações de escassez de divisas externas, afastando a restrição externa ao seu crescimento.[14] 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.

Mas, nas fases descendentes dos ciclos, 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 em honrar seus compromissos financeiros externos. Conseqüentemente, 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 ativos estrangeiros – fuga de capitais –, reforçando a percepção do sistema financeiro internacional sobre sua posição especulativa/ponzi.[15] Deste modo, a vulnerabilidade externa periférica é evidenciada nos períodos em que se intensifica o racionamento de crédito para a Periferia - e que são recorrentes já que os mercados financeiros apresentam um comportamento cíclico endógeno na economia monetária de produção (Minsky, 1986).

Portanto, as economias periféricas se comportam de forma reflexa aos ciclos da liquidez internacional. Esta peculiaridade está associada a três motivos principais: i) devido ao estilo de desenvolvimento de economias periféricas, associado a uma restrição de divisas externas, conforme analisado pela CEPAL para a América Latina;[16] ii) devido 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) devido ao comportamento tipicamente minskyano do sistema financeiro internacional.

---

[14] Dow (1986/87) demonstra a relação entre superávits no balanço de pagamentos e aumentos na oferta de *finance,* seja em regime de taxas de câmbio fixas ou flexíveis.

[15] 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.

[16] Ver Bielschowsky (2000) e Faynzylber (1983 e 1990).

De fato, o aumento (queda) do passivo externo líquido, que corresponde ao déficit (superávit) em conta corrente do balanço de pagamentos (Simonsen e Cysne, 1995:92), de Brasil, México e Argentina, está fortemente correlacionado com a elevação (queda) da liquidez internacional, nos últimos trinta anos (Gráficos 1, 2 e 3).[17]

O coeficiente de correlação entre a liquidez internacional e o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos de Brasil, México e Argentina, entre 1970 e 2002, sugere uma relação inversa e significativa entre estas variáveis: para o Brasil tal coeficiente alcançou a marca de –0,71 (tabela 1).[18] Portanto, se quando a liquidez internacional eleva-se, observa-se uma ampliação do passivo externo líquido das economias do Brasil, Argentina e México, então há uma relação positiva entre as oscilações da liquidez mundial e do grau de vulnerabilidade externa desses países. Embora tal vulnerabilidade possa ficar, muitas vezes, mascarada por superávits no balanço de pagamentos nos períodos de aumento da liquidez internacional, ela representa a base real para a classificação das economias em desenvolvimento (periféricas) nas categorias especulativa e ponzi. A correlação elevada e negativa entre o índice da liquidez internacional e o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos de Brasil, México e Argentina, corrobora o argumento cepalino de deficiência da estrutura produtiva das economias latino-americanas. Tal deficiência implica uma inserção internacional pouco competitiva dessas economias, além de uma base produtiva pouco diversificada das mesmas em relação às economias desenvolvidas.[19]

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 de deterioração da sua balança comercial e da sua balança de transações correntes, viabilizada pelo ingresso líquido de recursos pela conta de capitais autônomos do seu balanço de pagamentos.

---

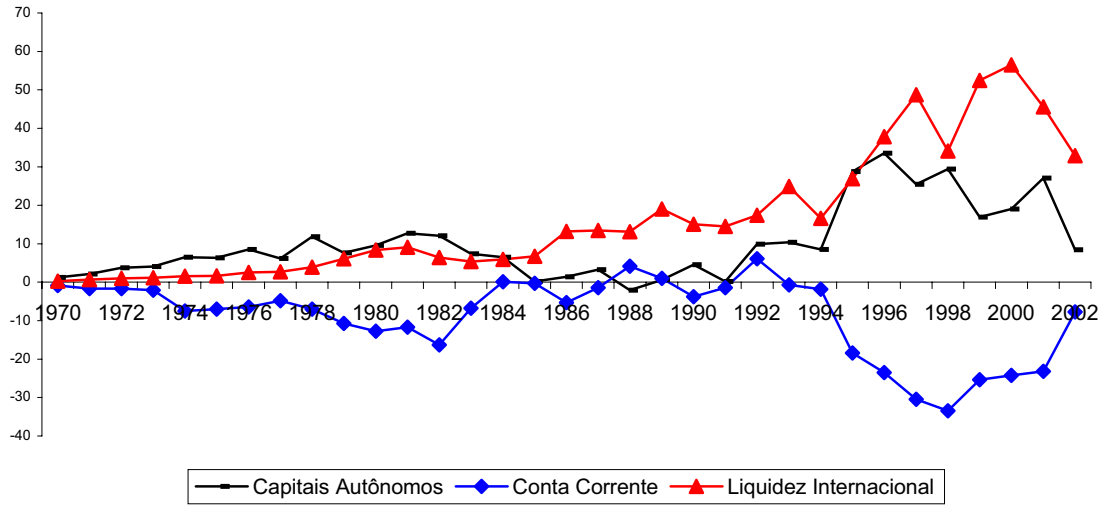
[17] A liquidez internacional corresponde à soma dos valores tomados em módulo das seguintes rubricas do Balanço de Pagamentos dos Estados Unidos, Reino Unido, Japão, Alemanha, Itália, França e Canadá (grupo conhecido como G7): "investimentos de portfólio (ativo e passivo)", "derivativos financeiros (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 Yarbook (FMI).

[18] Essa conclusão deve ser vista com cautela visto que a influência de outras variáveis sobre aquelas em estudo não está sendo considerada. Para tanto, seria necessário desenvolver e estimar um modelo econométrico, tarefa que pode ser realizada em estudos futuros.

[19] Sobre este ponto, ver, por exemplo, Faynzylber (1983 e 1990) e Resende (2003). Este argumento cepalino converge com a escola Neo-Schumpeteriana, que também defende que a deficiência tecnológica (ou do Sistema Nacional de Inovações) de uma economia enseja efeitos deletérios sobre sua competitividade internacional e sobre suas taxas de crescimento – ver Dosi et alli (1994), Fagerberg (1994), entre outros.

Todavia, saldos positivos e crescentes na conta de capitais 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.[20] 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 á 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.

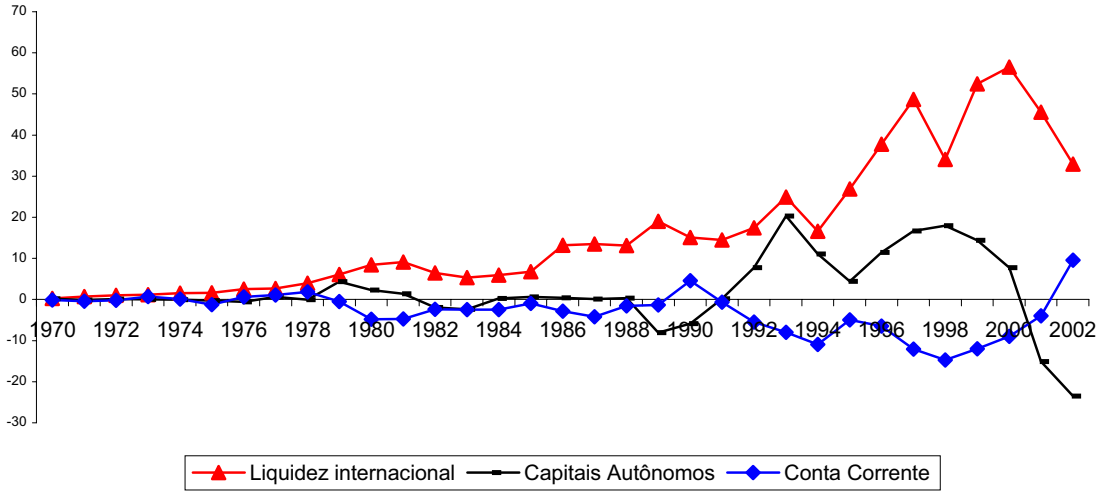
Gráfico 1 - Liquidez internacional e Saldos em Conta Corrente e em Capitais Autônomos - Brasil



Fonte: ipeadata; International Financial Statistics Yarbook (FMI) – Elaboração própria.

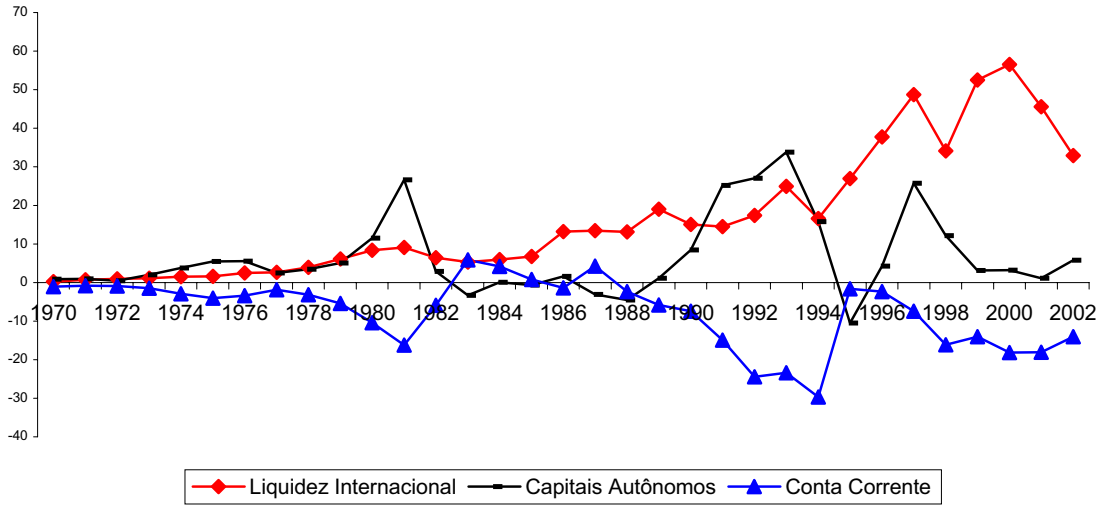
[20] A Lei de Thirlwall considera a competitividade estrutural de uma economia, refletida nas elasticidades-renda de suas exportações e importações, importante determinante do grau de sua vulnerabilidade internacional e, portanto, dos limites de seu crescimento. Sobre a Lei de Thirlwall e as experiências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

Gráfico 2 - Liquidez internacional e Saldos em Conta Corrente e em Capitais Autônomos - Argentina



Fonte: International Financial Statistics Yarbook (FMI) – Elaboração própria.

Gráfico 3 - Liquidez Internacional e Saldos em Conta Corrente e em Capitais Autônomos - México



Fonte: International Financial Statistics Yarbook (FMI) – Elaboração própria.

Tabela 1 – Coeficiente de Correlação entre a Liquidez Internacional e o Saldo em Conta Corrente do Balanço de Pagamentos – 1970-2002

Brasil	Argentina	México
-0,71	-0,57	-0,49

Fonte: ipeadata; Financial Statistics Yarbook (FMI) – Elaboração própria.

Este 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 e a taxa de variação do produto (PIB) real de Brasil, Argentina, México e dos países desenvolvidos (G7), no período 1971-2002 (tabela 2 – ver também gráfico 4).[21] Tal coeficiente mostrou-se positivo e superior para todos os três países periféricos em relação aos países desenvolvidos, a exceção do Japão. A economia brasileira apresenta o maior coeficiente: 0,55.

A correlação positiva entre a liquidez internacional e crescimento econômico era esperada para todos os países. Os Estados Unidos (USA) são provedores da liquidez mundial. Sendo a maior economia do planeta, a ampliação do *finance* que antecede as decisões de investir nos USA 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 verifica-se por meio de 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 liquidez internacional entre 1970 e 2002 é de –0,82 (tabela 3). Para o Reino Unido (UK), onde se localiza a segunda mais importante praça financeira internacional, parece ocorrer fenômeno semelhante (tabela 3).

Japão, França, Itália e Canadá apresentam correlação positiva (e elevada para Japão e França) entre a liquidez internacional e os saldos em conta corrente (tabela 3). Para a Alemanha tal correlação é muito pequena. 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;

[21]A liquidez internacional real corresponde à liquidez internacional deflacionada pelo índice de preços norte-americano (producer prices/indutsrial goods). Ademais, 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 divida 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 custos de ajustamento. Este resultado também foi constatado em Resende (2001). O uso de taxas de variação para o cômputo 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 liquidez internacional e os saldos em conta corrente (tabela 1) visto que tais saldos são estacionários.

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 de capitais autônomos, 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 de capitais autônomos (tabela 4 e gráficos 1 a 3). 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 liquidez internacional e o crescimento daquelas economias mostram-se, portanto, em geral mais elevados em relação aos mesmos coeficientes observados para as economias desenvolvidas (tabela 2).

Portanto, o aumento da liquidez internacional resulta em elevação do passivo externo líquido dos países periféricos (déficits em conta corrente de Brasil, México e Argentina) e, também, viabiliza e estimula seu crescimento econômico. Todavia, ele pode implicar, também, no aumento das reservas externas dessas economias, expresso por saldos positivos de seus balanços de pagamentos. No caso brasileiro, por exemplo, em vários períodos da década de1970 e nos anos que se seguiram ao lançamento do Plano Real, em 1994, verificou-se uma política de acúmulo de reservas externas. Segundo Studart (1995) a deficiência do mercado de capitais brasileiro na geração de crédito de longo prazo levou à adoção de uma estratégia de financiamento do crescimento por meio da contratação de *finance* externo, verificada a partir do incremento das reservas externas, nos anos 1970, principalmente no período 1976-1980.

De fato, para os períodos 1970-1978; 1970-1979 e 1970-1981, respectivamente para Brasil, Argentina e México, o coeficiente de correlação entre o índice da liquidez internacional e o saldo do balanço de pagamentos dessas economias mostrou-se positivo e elevado (tabela 5). Porém, para um período maior, 1970 a 2002, tal coeficiente foi negativo e pequeno para todos os três países (tabela 6).

Portanto, a deficiência competitiva estrutural das economias latino-americanas (periféricas) e o comportamento minskyano do sistema financeiro internacional correspondem às principais explicações para 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.

Tabela 2 – Coeficiente de Correlação entre a Taxa de Variação da Liquidez Internacional Real (Média Móvel) e a Taxa de Variação do PIB real de Vários países – 1971-2002

Brasil	México	Argentina	USA	UK	Alemanha	Japão	França	Itália	Canadá
0,55	0,34	0,34	0,29	0,21	0,02	0,40	0,24	0,29	0,29

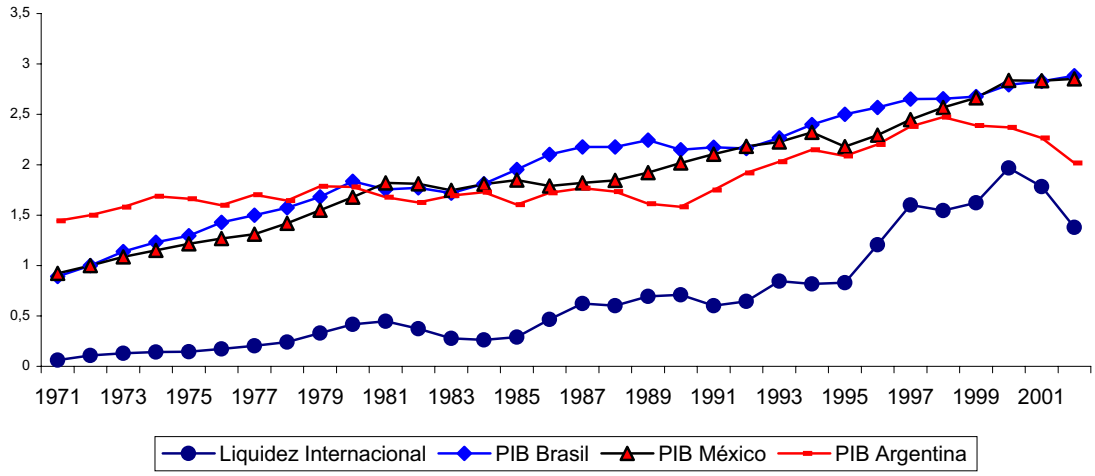
Fonte: ipeadata; Financial Statistics Yarbook (FMI) – Elaboração própria.

Tabela 3 – Coeficiente de Correlação entre a Liquidez Internacional e o Saldo em Conta Corrente do Balanço de Pagamentos – 1970-2002

Brasil	México	Argentina	USA	UK	Alemanha	Japão	França	Itália	Canadá
-0,71	-0,57	-0,49	-0,82	-0,56	-0,19	0,76	0,82	0,38	0,37

Fonte: ipeadata; Financial Statistics Yarbook (FMI) – Elaboração própria.

Gráfico 4 - Índices Reais da Média Móvel da Liquidez Internacional e do PIB de Brasil, México e Argentina - 1971 a 2002*



Fonte: ipeadata; Financial Statistics Yarbook (FMI) – Elaboração própria.

* A escala da média móvel da liquidez internacional real e do PIB real da Argentina foram respectivamente reduzidas em 8 e aumentada em 1,5 visando facilitar o acompanhamento visual dos índices.

Tabela 4 – Coeficiente de Correlação entre a Liquidez Internacional e o Saldo na Conta Capitais Autônomos do Balanço de Pagamentos – 1970-2002

Brasil	México	Argentina	USA	UK	Alemanha	Japão	França	Itália	Canadá
0,70	0,18	0,28	0,86	0,44	-0,12	-0,62	-0,83	-0,23	-0,50

Fonte: ipeadata; Financial Statistics Yarbook (FMI) – Elaboração própria.

Tabela 5 – Coeficiente de Correlação entre o Índice da Liquidez Internacional e o Saldo no Balanço de Pagamentos

Brasil – 1970 a 1978	Argentina – 1970 a 1979	México – 1970 a 1981
0,49	0,84	0,67

Fonte: ipeadata; Financial Statistics Yarbook (FMI) – Elaboração própria.

Tabela 6 – Coeficiente de Correlação entre o Índice da Liquidez Internacional e o Saldo no Balanço de Pagamentos – 1970-2002

Brasil	Argentina	México
-0,14	-0,14	-0,20

Fonte: ipeadata; Financial Statistics Yarbook (FMI) – Elaboração própria.

5. CONCLUSÔES

Neste trabalho procuramos recuperar as análises de Minsky sobre instabilidade financeira e seus reflexos reais, mostrando que este tipo de abordagem exige que se tenha em mente o marco teórico que gera a definição das economias monetárias de produção, que são aquelas em que tempo, incerteza e moeda são elementos fundamentais para explicar suas trajetórias de crescimento.

Uma vez feita essa análise, de caráter mais geral, procuramos mostrar como tem se resgatado esse tipo de abordagem recentemente para explicar as crises cambiais por que tem passado as economias ditas emergentes. 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. Mostramos, 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 três países da América Latina (Argentina, Brasil e México) o tipo de abordagem teórica utilizada foi adequado para compreender parte do movimento cíclico de suas economias e que, efetivamente, há um componente minskyano que justifica o movimento dessas economias e que este elemento é determinado na esfera do sistema financeiro internacional e não apenas na dimensão do sistema financeiro dessas economias.

Os coeficientes de correlação entre a liquidez internacional e o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos e, também, entre a taxa de variação da média móvel da liquidez internacional real e a taxa de variação do produto real para a economia brasileira foram de –0,71 e 0,55, respectivamente. Tais coeficientes são maiores em relação àqueles encontrados para Argentina e México. Este resultado sugere que os reflexos dos ciclos da liquidez internacional são maiores sobre a economia brasileira *vis-à-vis* as economias da Argentina e do México, isto é, o grau de vulnerabilidade externa da economia brasileira tende a ser mais elevado quando comparado com estas últimas.

VI-RERÊNCIAS

AMADO, A. M. Disparate Regional Development in Brazil: a monetary production approach. London, Ashgate: Aldershot, 1997.

AMADO, AM. Limites Monetários ao Crescimento: Keynes e a Não Neutralidade da oeda. *Ensaios FEE***,** Vol 21, 2000.

ARESTIS, P. e Glickman, M. "Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion The Minskyan Way" *Cambridge Journal of Economics*. Vol. 26, N. 2, 2002.

BIELSCHOWSKY, R. *Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL*. Record, Rio de Janeiro, 2000.

CARVALHO, F.C.J., "On the Concept of Time in Shacklean and Sraffian Economics", *Journal of Post keynesian Economics*, Vol VI, N. 2, winter, 1983-84

CHICK, V. "The Evolution of the Banking System and The Theory of Saving, Investment and Interest". *Econommies et Societes,* vol.20, Serie Monnaie et Production, 1986.

CROCCO M. The concept of degrees of uncertainty in Keynes, Shackle, and Davidson. Belo Horizonte, *Nova Economia*, 12(2), julho-dezembro, 2002.

CRUZ, P.C.D.*Dívida Externa e Política Econômica: A Experiência Brasileira nos Anos Setenta.* Brasiliense, São Paulo, 1984.

DOSI, G.; Fabiani & Freeman, C. The process of economic development: introducing some stylized facts and theories on technologies, firms and institutions. *Industrial and Corporate Change*, v. 3, n. 1, 1994.

DOW, S.C.Post Keynesian monetary theory for an open economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. IX, n. 2, 1986-87.

DOW, S.C. *Money and the economic process*. Aldershot, Edward Elgar, 1993.

DOW, S.C. International liquidity preference and endogenous credit. In HARVEY, J.T. & Deprez, J. (org) *Foundations of international economics: post-Keynesian perspectives*. Routledge, 1999.

DOW, S.C. *Macroeconomic Thought: A Methodological Approach*. Blackwell, Oxford, 1985.

FAGERBERG, J. Technology and International Differences in Growth Rates. *Journal of Economic Literature*, Vol XXXII, September, 1994.

FAJNZYLBER, R.F. *La Industrializacion Trunca de América Latina*, México, Nueva Imagem, 1983.

FAJNZYLBER, R.F. Da Caixa preta ao Conjunto Vazio. In BIELSCHOWSKY, R. (org) *Cinqüenta Anos de Pensamento na CEPAL*. Record, 2000.

JAYME Jr. F. G. Balance-of-payments-constrained economic growth in Brazil. *Revista de Economia Política*, v. 23, n.1, (89), Janeiro-Março, 2003.

KALDOR, N. "The New Monetarism" in *Further Essays on Applied Economics*, Duckworth, London, 1978.

KEYNES, J.M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. The Collected Writtings of John Maynard Keynes, Vol. VII, Macmillan, Cambridge, 1936.

KEYNES, J.M. "The General Theory of Employment". *Quarterly Journal of Economics,* N. 51, February, 1937.

KEYNES, J.M. *The General Theory. Part I: Preparation*. Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIII, Macmillan, Cambridge, 1973.

KREGEL, J. Riscos e Implicações da Globalização Financeira para a Autonomia de Políticas Nacionais**.** *Economia e Sociedade*, N. 7, Dezembro, 1996.

LOPEZ, J. "Mexico´s Crisis: FInancial Modernization and Financial Fragility", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review,* Vol 50 (201), 1997.

LOPEZ, J.G. & CRUZ, A.B. Thirlwall's Law and Beyond: the Latin American experience.

Journal of Post Keynesian Economics, 2000.

MINSKY, H. P. *Can "it" happen again? Essays on instability & finance*. Armonk, New York, M.E.Sharpe, 1982.

MINSKY, H.P. *Stabilizing and unstable economy*. New Haven, Yale University Press, 1986.

MINSKY, H.P. Integração financeira e política monetária**.** *Economia e Sociedade* (3) Campinas, dez., 1994.

MINSKY, H.P.*John Maynard Keynes*. Cambridge University Press, Cambridge, 1975.

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

MOLLO, M.L.R. Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. *Revista de Economia Política*, vol 8, n. 1, janeiro/março, 1988.

MOLLO, M.L.R. e Amado, A.M., Globalização e Blocos Regionais: Considerações Teóricas e Conclusões de Política Econômica. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 31, n. 1, 2001.

MOORE, B.J. "A Simple Model of Bank Intermediation". *Journal of Post Keynesian Economics***,** Vol. 12, N. 1, 1989.

PAULA, L.F. & ALVES JR., A.J. "External Financial Fragility and the 1998-1999 Brazilian Currency Crisis". *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 22, N. 4., 2000.

PLIHON, D. – "A ascensão das finanças especulativas", *Economia e Sociedade*, Vol. 5 , 1995.

RESENDE, M.F.C. "Crescimento Econômico, Disponibilidade de Divisas e Importações no Brasil: Um Modelo de Correção de Erros". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Vol. 31, N. 2, 2001.

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

SIMONSEN, M.H. & CYSNE, R.P. *Macroeconomia.* Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, 2ª edição, 1995.

STUDART, R. *Investment Finance in Economic Development*, London, Routledge, 1995.