

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 244

**INSERÇÃO INTERNACIONAL, ARRANJOS FINANCEIROS E
CRESCIMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA: 1947-2003**

Marco Flávio da Cunha Resende

Dezembro de 2004

Ficha catalográfica

330.34 Resende, Marco Flávio da Cunha.
R433c Inserção internacional, arranjos financeiros e crescimento
2004 da economia brasileira: 1947-2003 / por Marco Flávio da
Cunha Resende - Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2004.

29p. (Texto para discussão ; 244)

1. Desenvolvimento econômico. 2. Finanças internacionais. 3 Inovações tecnológicas. 3. Brasil – Condições econômicas – 1947-2003. I. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional. II. Título. III. Série.

CDU

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL**

**INSERÇÃO INTERNACIONAL, ARRANJOS FINANCEIROS E CRESCIMENTO DA
ECONOMIA BRASILEIRA: 1947-2003***

Marco Flávio da Cunha Resende

Do CEDEPLAR/Departamento de Economia da UFMG.

**CEDEPLAR/FACE/UFMG
BELO HORIZONTE
2004**

* O autor agradece os comentários e sugestões de Adriana M. Amado, Maria de Lourdes R. Mollo, Maurício Borges Lemos, Maria Luíza F. Silva e Ricardo Bielschowsky e a uma versão anterior deste estudo, eximindo-os da responsabilidade pelos erros e omissões porventura remanescentes.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
2. INSERÇÃO INTERNACIONAL DAS ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO	6
3. PADRÃO DOS CICLOS DE CRESCIMENTO DAS ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO	8
4. OS CICLOS DE CRESCIMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA: 1947-2003	14
5. CONCLUSÕES	25

RESUMO

Partindo da abordagem Minskyana de instabilidade financeira e da abordagem neo-schumpeteriana sobre a relação entre o Sistema Nacional de Inovações (SNI) e a competitividade das economias, chega-se a um padrão dos ciclos de crescimento das economias com sistema financeiro deficiente e cujo SNI apresenta deficiências em relação aos SNIs das economias desenvolvidas. Segundo tal padrão, os ciclos de crescimento dessas economias iniciam-se a partir da estruturação de arranjos financeiros de financiamento e sustentação do crescimento econômico e terminam com crises cambiais e desestruturação desses arranjos. Conclui-se que os ciclos de crescimento da economia brasileira entre 1947 e 2003 apresentam elevada aderência em relação ao citado padrão.

Palavras Chave: vulnerabilidade externa, arranjos financeiros, crescimento econômico brasileiro.

ABSTRACT

By using the Minskyan approach of financial instability and the neo-schumpeterian approach to the relationship between the National System of Innovation (NSI) and economic competitiveness, a standard was obtained for growth cycles of economies whose NSI shows deficiencies when compared with the NSI of the developed countries. According to this standard, growth cycles begin with the structuring of financial arrangements and end with exchange crises and collapse of those arrangements. It was concluded that growth cycles in the Brazilian economy between 1947 and 2003 closely followed the above-mentioned standard.

Key-Words: external vulnerability, financial arrangements, Brazilian economic growth.

Classificação JEL: E12, F37, F43, O11, O3

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 neo-schumpeteriana. O hiato de competitividade entre economias com diferentes graus de desenvolvimento de seus respectivos SNI deve resultar, então, numa vulnerabilidade externa de caráter estrutural na economia cujo SNI é menos desenvolvido, nos moldes propostos pela Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL).

Postula-se que nas economias que apresentam vulnerabilidade externa estrutural e deficiências em seu sistema financeiro há um processo de causação circular que inibe o desenvolvimento dessas economias levando à dependência dos seus ciclos de crescimento em relação aos ciclos da liquidez internacional. Tal processo de causação circular ocorre no âmbito do circuito Pós-Keynesiano *finance-investimento-poupança-funding* e está relacionado a um padrão específico dos ciclos de crescimento dessas economias – economias em desenvolvimento, em geral.

No caso da economia brasileira, as deficiências do seu sistema financeiro estão analisadas em Studart (1995), Resende (2003), entre outros. Jayme Jr (2003), Barbosa Filho (2002) e Resende (2001) testaram a hipótese de vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira. Em todos estes estudos os resultados corroboram tal hipótese. Portanto, os ciclos de crescimento da economia brasileira entre 1947 e 2003 são estudados neste trabalho tendo como perspectiva sua dependência em relação aos ciclos da liquidez internacional no âmbito do circuito *finance-investimento-poupança-funding*. Investiga-se se é elevada a aderência dos ciclos de crescimento da economia brasileira no período citado em relação ao padrão dos ciclos de crescimento das economias em desenvolvimento, proposto neste estudo.

Este trabalho contém quatro seções, além desta introdução. Na seção 2 analisa-se a natureza da inserção internacional das economias cujo SNI é deficiente tendo como base Fajnzylber (1983) e autores neo-schumpeterianos. Na seção 3 é apresentado o padrão dos ciclos de crescimento dessas economias a partir do referencial teórico PósKeynesiano. Na seção seguinte estudam-se os ciclos brasileiros de crescimento econômico no período entre 1947 e 2003 para demonstrar a aderência destes ciclos ao padrão de crescimento econômico apresentado na seção anterior. A seção 5 contém as conclusões do trabalho.

2. INSERÇÃO INTERNACIONAL DAS ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO

O conceito de Sistema Nacional de Inovações (SNI) está elaborado na literatura neo-schumpeteriana:

“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).

Freeman (2004), Fagerberg (1994), Dosi et alli (1994), entre outros, ressaltam os efeitos positivos do SNI sobre a produtividade e a competitividade de uma economia, considerando, inclusive, a impossibilidade de substituição do SNI pela importação de tecnologias, visto que a tecnologia tem um caráter local (espacial). 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 o 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”.¹

Fajnzylber (1983), estudando a competitividade das economias periféricas (em desenvolvimento) no contexto da relação Centro x Periferia, desenvolvida em estudos da CEPAL, aproximou-se da Escola neo-schumpeteriana e de seu conceito de SNI.² Segundo este autor, uma indústria desprovida de um “núcleo endógeno de dinamização tecnológica” não permitiria a superação da vulnerabilidade externa das economias periféricas.³

Por núcleo endógeno de dinamização tecnológica ele entende uma infra-estrutura científico-tecnológica estreitamente inserida e vinculada ao aparato produtivo.⁴ O núcleo endógeno de produção de tecnologia enseja inovações e técnicas de produção baseadas no uso eficiente dos recursos produtivos abundantes do país, com efeitos diretos sobre a redução do seu coeficiente de importação. Além disso, as inovações passam a ocorrer em maior frequência, e sua difusão pelo tecido produtivo

¹ 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.

² Sobre o estudo Cepalino e seu método histórico-estruturalista, ver Bielschowsky (2000).

³ O desenvolvimento tecnológico está ligado à indústria de bens de capital - esta incorpora materialmente o progresso técnico, sendo importante canal de sua difusão. Tal indústria seria um determinante crucial do crescimento e da competitividade das economias, atuando como portadora básica do “círculo virtuoso” entre crescimento-progresso técnico-comércio internacional (Fajnzylber, 1983:36). Segundo Fajnzylber (1983:42), há um déficit comercial estrutural nas economias em desenvolvimento, visto que sua indústria de bens de capital apresenta reduzido grau de complexidade tecnológica e pequeno grau de integração.

⁴ 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).

fica amplificada em função de: i) uma infra-estrutura científico-tecnológica estreitamente inserida e vinculada ao aparato produtivo; ii) presença de uma indústria de bens de capital complexa e integrada; iii) acessibilidade aos recursos produtivos supracitados. Portanto, o alcance que as inovações originadas desse núcleo tecnológico endógeno apresentam sobre o tecido produtivo é muito superior àquele logrado a partir da importação de tecnologia ou de máquinas e equipamentos sofisticados. Assim, o desenvolvimento tecnológico e seus efeitos positivos para a produtividade e a competitividade da economia têm um caráter local, sendo espacialmente localizados. Estas conclusões convergem com a escola neo-schumpeteriana (Freeman, 2004; Fagerberg, 1994; Dosi et alli, 1994).

Deste modo, o núcleo endógeno de progresso tecnológico, isto é, um SNI desenvolvido, denota aumento na: i) diversificação da estrutura produtiva da economia; ii) competitividade da economia. Estes fatores estão associados e estimulam as exportações e inibem o coeficiente de importação. De outro lado, 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 uma vulnerabilidade externa estrutural, conforme proposto inicialmente pela CEPAL.⁵ 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 o influxo líquido de divisas externas, com efeitos deletérios sobre o setor externo da economia.

Portanto, nas economias onde o SNI é menos desenvolvido em relação às economias centrais – em geral, economias em desenvolvimento –, há uma tendência à escassez crônica de divisas externas. Além disso, há nessas economias problemas especificamente financeiros que reforçam tal tendência, ensejando uma vulnerabilidade externa de caráter estrutural nas mesmas, com efeitos sobre seus ciclos de crescimento, conforme está analisado nas próximas seções.

3. PADRÃO DOS CICLOS DE CRESCIMENTO DAS ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO

Em economias monetárias de produção o investimento antecede a poupança. Esta deriva do crescimento econômico e seu papel é consolidar (mas não financiar) a acumulação de capital, reduzindo a instabilidade financeira que acompanha o crescimento da economia. Nestas economias prevalece o circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* (Keynes, 1988b, 1988c; Davidson, 1992). Portanto, o *finance* tem papel relevante para viabilizar as decisões de investir.⁶

⁵ Ver Prebisch (2000b:185-189). Segundo Dosi (1988), sem o núcleo tecnológico a economia se especializará em bens intensivos em recursos naturais e/ou mão-de-obra não qualificada, denotando efeitos positivos para a “Eficiência Alocativa” da economia, mas, efeitos negativos para sua “Eficiência de Crescimento” e sua “Eficiência Schumpeteriana”). Segundo Erber e Cassiolato (1997:42), a especialização em bens intensivos em recursos naturais e mão-de-obra não qualificada implica numa inserção exportadora nos mercados menos dinâmicos do comércio internacional, que apresentam freqüentes ciclos de preços e vendas, onde há grande número de competidores (a margem para fixação de preços no mercado internacional é reduzida, quando não é nula, visto que além do número de concorrentes, os bens intensivos em recursos naturais possuem baixo grau de processamento, o que os aproxima da estrutura de concorrência perfeita), onde são recorrentes as imposições de barreiras ao comércio internacional, onde a competitividade baseada em baixos salários tem sido rapidamente erodida por países como a China, que ocuparam o mercado de produtos como confecções, têxteis e calçados.

⁶ Definições e conceitos relacionados à economia monetária de produção estão na literatura Pós Keynesiana. Ver Keynes (1988a), Dow (1985), Davidson (1992), Carvalho (1992), Amado (2000), entre outros.

Dow (1986/87) demonstra que na economia monetária de produção aberta o potencial de oferta de *finance* é maior em relação à economia fechada, quer sob o regime de taxas fixas de câmbio, quer sob o regime de taxas flexíveis.⁷ Demonstra, também, que a oferta de *finance* torna-se mais elástica em relação ao retorno esperado do investimento após a abertura da economia, visto que há uma relação direta entre oferta líquida de divisas externas e oferta de *finance*.⁸ Por fim, ela argumenta que o sistema financeiro internacional não é neutro.

Portanto, uma vez que os fluxos de divisas internacionais afetam a oferta de *finance* das economias abertas, então eles podem contribuir para aumentar as disparidades entre economias. Assim, a teoria monetária Pós-Keynesiana aplica-se também ao contexto internacional e, portanto, espacial, embora sua aplicação nesse contexto não seja em geral estudada (Dow, 1993:159).⁹

Dow (1993:171-176) demonstra a natureza específica da relação das economias em desenvolvimento com o sistema financeiro internacional. Os bancos internacionais engajam-se na avaliação de risco soberano.¹⁰ Há, então, um controle discricionário destes no que diz respeito à distribuição e ao volume de crédito externo. Este comportamento decorre da preferência pela liquidez dos bancos, visto que a avaliação de risco soberano se dá no âmbito da incerteza. Quanto maior a incerteza sobre a capacidade dos devedores em honrar seus compromissos, maior será a preferência pela liquidez dos bancos. Mesmo supondo que o crédito internacional seja perfeitamente endógeno, as economias cuja possibilidade de *default* é alta (incerto), sofrerão racionamento de crédito externo.

Esta abordagem Minskyana de instabilidade financeira num contexto onde as unidades devedoras (*hedge*, especulativa e *ponzi*) são países tem sido resgatada recentemente para explicar as crises cambiais por que tem passado as economias ditas emergentes, conforme se constata em Lopez (1997), Paula & Alves Jr (2000), Amado (2003), Resende, (2003, 2004), entre outros.

Do ponto de vista da análise de Minsky (1986), há algumas diferenças 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 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.

⁷ Sob o regime de taxas fixas, superávits do balanço de pagamentos implicam em aumento da oferta de *finance*. No regime de taxas flexíveis, a apreciação cambial decorrente do aumento do influxo de divisas eleva a oferta de *finance*, pois: i) os preços dos bens *tradables* se reduzem, aumentando o valor real da oferta de moeda; ii) a estrutura temporal dos ativos trocados no mercado internacional não é igual. As compras estrangeiras de ativos domésticos de longo prazo podem ter como contrapartida compras domésticas de depósitos bancários estrangeiros. Deste modo, as compras estrangeiras de ativos domésticos de longo prazo são um facilitador para a liquidez doméstica, presente no regime de taxas de câmbio flexíveis; iii) expectativas de apreciação da moeda doméstica permitem que a satisfação da preferência pela liquidez se realize com menos moeda, viabilizando o crescimento da oferta de *finance* (Dow, 1986/87:251).

⁸ Quando estes retornos aumentam, não só os investidores domésticos, mas, também os não residentes vendem ativos estrangeiros para comprar ativos domésticos, aumentando a oferta de *finance*.

⁹ A autora cita como exceção Davidson (1992).

¹⁰ Porém, esta não é uma variável independente. Diversas variáveis afetam esse risco, mas as trajetórias futuras dessas variáveis são incertas. “Por exemplo a utilidade da razão dívida/exportações depende da estabilidade das receitas de exportação enquanto a dívida externa está sendo servida. Mas as receitas de exportação dos países em desenvolvimento são notoriamente voláteis (...) O passado não é um bom guia para o futuro na tentativa de quantificar o risco soberano. Mesmo se uma completa informação do passado estiver disponível, o risco soberano é inevitavelmente uma questão de incerteza” Dow (1993:168). O conceito de incerteza está definido na literatura Pós-Keynesiana e difere do conceito de risco. Ver, por exemplo, Dow (1985: 184-203), Carvalho (1992:54-69), e Crocco (2002).

Segundo Resende (2004), economias classificadas na categoria especulativa/ponzi pelos mercados financeiros mundiais seriam aquelas com menor capacidade relativa em gerar o influxo líquido de divisas externas necessário (seja pela balança comercial, de serviços ou de capitais) para honrar seus compromissos financeiros internacionais.

O sistema financeiro internacional se comportaria conforme esquema semelhante ao proposto por Minsky (1986). Em função do aumento cíclico da liquidez internacional, em grande parte endogenamente gerada através de inovações financeiras, os mercados financeiros externos aceitam financiar países com características de unidade especulativa e mesmo ponzi.¹¹ Todavia, nos períodos de reversão cíclica do nível da liquidez internacional, o sistema financeiro internacional teria um comportamento assimétrico: o racionamento de crédito seria mais intenso para as economias especulativas/ponzi *vis-à-vis* as economias hedge, aguçando, ao invés de contornar, a escassez de divisas externas daquelas economias. A crise cambial que então se instala nessas economias, muitas vezes amplificada pela sua abertura financeira, alimenta as expectativas quanto à desvalorização de suas taxas de câmbio e, assim, o decorrente aumento da preferência pela liquidez é satisfeito através da demanda de moeda externa, provocando fuga de capitais.¹²

Conforme salientado na seção 2 deste estudo, nas economias onde o SNI é menos desenvolvido há uma tendência à escassez crônica de divisas externas. Deste modo, seriam estas economias aquelas classificadas como unidade especulativa/ponzi pelo sistema financeiro internacional. Em geral, elas estão representadas pelo grupo das economias em desenvolvimento.¹³

Portanto, nas economias em desenvolvimento o vetor espacial-tecnológico interage com o vetor financeiro em três dimensões, ensejando uma vulnerabilidade externa de caráter estrutural e condicionando seus ciclos de crescimento. Numa primeira dimensão, a tendência à escassez de divisas externas na economia em desenvolvimento (onde o SNI é pouco desenvolvido) induz sua classificação pelo sistema financeiro internacional na categoria especulativa/ponzi. Tal classificação aguça sua vulnerabilidade externa, e intensifica sua escassez de divisas externas nos períodos de queda cíclica da liquidez internacional.

Na segunda dimensão, essa escassez de divisas externas na economia em desenvolvimento enseja a contração da oferta de *finance* (Dow, 1986-87) concomitantemente ao aumento da incerteza quanto ao crescimento econômico e à disponibilidade futura de divisas externas requerida para a

¹¹ Segundo Davidson (1994:226-228) os ciclos dos mercados financeiros e de comércio internacionais caminham *pari passu*. Na economia fechada a ampliação do nível de atividade requer aumentos na oferta de moeda devido à intensificação do *finance* que antecede o investimento. Na economia mundial, onde também prevalecem incerteza, defasagens temporais e a ausência de perfeita coordenação de fluxos de caixa associados ao comércio entre nações, o aumento da liquidez internacional é pré-condição para a expansão do comércio, ainda que este ocorra no âmbito do equilíbrio comercial das nações envolvidas. De outro lado, o crescimento do comércio internacional estimula o aumento da renda mundial, acarretando efeitos positivos sobre a ampliação dos mercados financeiros e do nível da liquidez internacional (Davidson, 1992:103). Portanto, os ciclos dos mercados financeiros e de comércio internacionais mantêm uma relação direta com os ciclos da liquidez internacional.

¹² Conforme Dow (1999:154-155), “(...) na economia internacional há uma gama de moedas (...) 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 ativos internacionais líquidos.

¹³ Dow (1986-87, 1993) e Minsky (1994), visando apontar as características financeiras do ciclo das economias em desenvolvimento partem da hipótese de que estas apresentam déficits externos “crônicos”, porém, não explicam os motivos que levam a esta situação nessas economias.

solvência do balanço de pagamentos. Esses fatores provocam aumentos na preferência pela liquidez e nas taxas de juros domésticas, e queda do retorno esperado dos investimentos, elevando a demanda de ativos externos e inibindo a entrada líquida de capitais externos (Dow, 1986/87; 1993; 1999). Deste modo, os investimentos são desestimulados, dificultando-se o desenvolvimento do SNI da economia e seus ganhos de produtividade e de competitividade no ritmo observado nos países desenvolvidos, e assim sucessivamente. Há na economia em desenvolvimento, então, um processo de causação circular que confere à sua vulnerabilidade externa um caráter permanente e, portanto, estrutural.¹⁴

Todavia, embora exista uma tendência de aumento do diferencial de produtividade e de competitividade entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento, os desequilíbrios em conta corrente do balanço de pagamentos destes últimos, que resultam dessa tendência, são financiados pela sua conta de capitais nos períodos de ascensão cíclica da liquidez mundial. Nesses períodos, o otimismo que prevalece nos mercados externos estimula o *finance* internacional e a captação de recursos, inclusive pelas economias de caráter especulativo/ponzi (Dow, 1993; Amado, 2003).

Ou seja, o citado processo de causação circular não é linear, e a vulnerabilidade externa da Periferia (economias em desenvolvimento) pode ficar camuflada enquanto os resultados positivos do balanço de pagamentos, proporcionados por elevado nível da liquidez mundial, podem resultar, inclusive, em apreciação da taxa de câmbio real em países periféricos. Ademais, nesses períodos, os resultados positivos do balanço de pagamentos denotam ampliação da oferta de *finance* e amenizam a incerteza quanto à disponibilidade futura de divisas externas, mitigando aumentos na preferência pela liquidez. Deste modo, ao mesmo tempo em que desequilíbrios em conta corrente acumulam-se, a redução temporária da preferência pela liquidez (e da escassez de moeda externa) viabiliza o aumento dos investimentos e do crescimento econômico periférico.¹⁵

Devido às diferenças de desenvolvimento tecnológico e de diversificação da base produtiva entre Centro e Periferia, o crescimento econômico desta amplia o hiato entre seus coeficientes de importação e de exportação, alimentando o desequilíbrio em conta corrente do seu balanço de pagamentos. Nos períodos de reversão cíclica da liquidez internacional a vulnerabilidade externa da economia em desenvolvimento é então desnudada e amplificada pelo comportamento assimétrico dos mercados financeiros, aguçando sua escassez estrutural de divisas externas.

Em suma, nos momentos de ascensão da liquidez internacional, paralelamente aos resultados positivos do balanço de pagamentos da economia em desenvolvimento, desequilíbrios sucessivos em sua conta de transações correntes acumulam-se, denunciando sua vulnerabilidade externa. Nos períodos de reversão cíclica da liquidez mundial, a escassez de divisas externas vem à tona na economia em desenvolvimento, manifestando-se por meio de recorrentes crises cambiais cuja superação passa, em geral, pela depreciação de sua taxa de câmbio real e, portanto, pelo seu

¹⁴ Processos de causação circular associados ao desenvolvimento econômico desigual estão elaborados em diversos autores: Perroux (1977), Myrdal (1972), Hirschman (1977), Kaldor (1994a e 1994b), etc. Porém, o que se está propondo neste estudo é a inserção da causação circular no circuito Pós-Keynesiano *Finance-Investimento-Poupança-Funding*, onde a preferência pela liquidez relativamente elevada desestimula o investimento e o desenvolvimento econômico, na Periferia. Assim, as categorias financeira e espacial-tecnológica interagem para explicar o desenvolvimento econômico desigual.

¹⁵ O crescimento econômico é viabilizado, inclusive, pelo afastamento da restrição de divisas externas. Tal restrição está relacionada à Lei de Thirlwall. Sobre a Lei de Thirlwall e as experiências latino-americanas e brasileira, ver López & Cruz (2000) e Jayme Jr (2003).

empobrecimento relativo.¹⁶ Uma vez que a manifestação da escassez de divisas externas na economia em desenvolvimento não possui um caráter linear, mas, sim, cíclico, sua vulnerabilidade externa estrutural fica, muitas vezes, “escondida”, podendo, inclusive, ser ampliada ou amenizada pela política econômica doméstica.

Se a escassez de divisas externas se manifesta na economia em desenvolvimento sempre que ocorre a reversão cíclica da liquidez internacional, suas crises cambiais tornam-se crônicas. Visto que a crise cambial resulta em mudanças de preços relativos, em queda da oferta de *finance* e, em última instância, no aumento da incerteza e da preferência pela liquidez, ela desestimula o investimento e o crescimento econômico na Periferia. Simetricamente, este é estimulado nos períodos de ascensão cíclica da liquidez internacional. Assim, o crescimento econômico periférico torna-se mais dependente dos ciclos de tal liquidez *vis-à-vis* o crescimento dos países desenvolvidos.¹⁷

Todavia, a interação entre os vetores espacial e financeiro que se manifesta por meio da vulnerabilidade externa das economias em desenvolvimento e que condiciona seus ciclos de crescimento, não para aí. Essa interação verifica-se ainda em uma terceira dimensão, associada a um problema especificamente financeiro observado nessas economias.

Nestas, não estão presentes mecanismos tradicionais de *funding* requeridos para mitigar a ascensão da fragilidade financeira que acompanha o crescimento das economias monetárias. Conforme proposto em Minsky (1982, 1986), a fragilidade financeira da economia está associada a três tipos de unidades endividadas: hedge, especulativa e ponzi. Quanto maior for o peso destas últimas em detrimento da unidade hedge, maior é a fragilidade financeira da economia - sua estrutura financeira torna-se mais suscetível a crises.¹⁸

Portanto, a fragilidade financeira ascendente que acompanha o crescimento econômico é determinada endogenamente, e deve ser contida visando a sustentabilidade do crescimento. Este papel é exercido pela poupança, por meio do *funding* realizado no mercado financeiro. Os mecanismos de realização do *funding* dependem da estrutura do sistema financeiro. Há duas estruturas básicas de sistema financeiro: o sistema baseado no mercado de capitais (SMC) e o sistema baseado no crédito (SC) – Zysman (1983).¹⁹ “O que diferencia os dois tipos de estrutura financeira é a existência (ou não) de mecanismos de *funding*” (Stuart, 1995:66).

¹⁶ A depreciação de longo prazo da taxa de câmbio real nos países em desenvolvimento está constatada na literatura econômica (Bergstrand, 1991; Obstfeld e Rogoff, 1996:210-212; Lemos, 1988).

¹⁷ Tais ciclos afetam todas as economias, porém, o fazem de maneira desigual segundo o grau de vulnerabilidade externa estrutural de cada economia, isto é, segundo o grau de desenvolvimento de cada economia e de seu SNI.

¹⁸ Devido ao caráter endógeno da oferta de moeda, enquanto o otimismo prevalecer entre os agentes, o aumento da demanda de *finance* terá como contrapartida o crescimento de sua oferta, e o estímulo ao investimento e ao crescimento econômico permanecerá. Nesse processo o peso das unidades hedge é reduzido, elevando-se a fragilidade financeira do sistema. Todavia, o *boom* econômico resulta no aumento das taxas de juros, provocando alterações nas posições das unidades hedge, especulativa e ponzi. Conseqüentemente, eleva-se a preferência pela liquidez em todo o sistema, ensejando o racionamento de crédito. Haverá, então, nova deterioração da situação financeira das unidades endividadas, e assim por diante. As taxas de juros elevam-se, as expectativas de lucro dos projetos de investimento deterioram-se e a oferta de *finance* retrai-se, interrompendo o processo de crescimento econômico. Ver detalhes em Minsky (1982, 1986). Para interessante discussão sobre a relação entre o *boom* econômico e a elevação das taxas de juros em Minsky, ver Mollo (1988).

¹⁹ No SMC o mercado de capitais é organizado e o “dinheiro de longo prazo vem do mercado de capitais e o de curto prazo origina-se de empréstimos bancários” Zysman (1983:62). No SC, o mercado de capitais é pequeno. Assim, a demanda de financiamento é satisfeita por meio da oferta de crédito bancário, em geral de curto prazo.

Segundo Studart (1995:71), nos países de industrialização tardia o desenvolvimento do sistema financeiro não acompanhou o desenvolvimento econômico.²⁰ Lemos (1988:616-621) e Tavares (1972:241-248) acrescentam que a industrialização orientada e conduzida pelo Estado também inibe o desenvolvimento do sistema financeiro. Deste modo, nos países em desenvolvimento o sistema financeiro evoluiu para o tipo SC, sendo a participação do governo imprescindível para o estímulo e sustentação do crescimento econômico. Houve a necessidade de se criar arranjos financeiros alternativos aos mecanismos tradicionais de *finance-funding* de modo a garantir a sustentabilidade do crescimento econômico (Studart, 1995).

Em suma, nas economias em desenvolvimento o mercado de capitais não se desenvolveu. O financiamento privado de longo prazo inexistente e o mercado interno de títulos e a bolsa de valores doméstica não são adequados para articular mecanismos de *finance-funding*. Nessas estruturas do tipo SC o financiamento e a sustentabilidade do crescimento dependem, então, da montagem de arranjos financeiros alternativos. Porém, a crônica escassez de divisas externas afeta tais arranjos financeiros, necessários para minimizar a ascensão da fragilidade financeira e garantir a sustentabilidade do crescimento econômico.²¹

Portanto, há uma terceira dimensão de interação entre os vetores espacial-tecnológico e financeiro nas economias em desenvolvimento: a vulnerabilidade externa dessas economias, por ser estrutural, resulta em escassez de divisas externas e em crises cambiais crônicas. A escassez de divisas impõe um ajuste macroeconômico cujos efeitos sobre os arranjos financeiros alternativos eliminam a funcionalidade destes para o crescimento econômico, provocando a reversão da fase ascendente do ciclo de crescimento da economia em desenvolvimento. Este processo observa-se ciclicamente, visto que o grau da escassez de divisas externas na economia oscila de acordo com os ciclos da liquidez internacional. Deste modo, os ciclos de crescimento da economia periférica são função dos ciclos de liquidez (ou de preferência pela liquidez) internacional.

Dada a interação dos vetores espacial-tecnológico e financeiro nas economias em desenvolvimento (onde o SNI e o sistema financeiro são deficientes), acima esboçada, pode-se, portanto, concluir por um padrão dos ciclos de crescimento dessas economias:²²

²⁰ Nos países de industrialização tardia a acelerada acumulação de capital denotou uma demanda crescente por *finance*, permitindo aos bancos crescer apenas a partir do crédito de curto prazo. Ainda, a incerteza advinda da ausência de *funding* nesses sistemas financeiros enseja o aumento da preferência pela liquidez dos bancos, e o *finance* de longo prazo é preterido em relação ao crédito de curto prazo (Studart, 1995).

²¹ Studart (1995) argumenta que o crescimento da economia onde prevalece o sistema SC pode ser abortado ainda em suas fases iniciais quando o aumento da fragilidade financeira que acompanha o crescimento econômico não é mitigado. Esse problema é contornado a partir da montagem de esquemas financeiros alternativos que inibem a ascensão da fragilidade financeira. Todavia, são esses próprios esquemas financeiros que trazem alguma inconsistência, ensejando num momento posterior fragilidades financeiras que interrompem o processo de financiamento do investimento e do crescimento da economia, revertendo o ciclo econômico.

²² Embora o grau de aderência dos ciclos de crescimento das mesmas a este padrão será tanto menor quanto menores forem as deficiências de seu sistema financeiro e de seu SNI em relação às economias desenvolvidas.

- i) O crescimento da economia em desenvolvimento vem acompanhado do acúmulo de déficits em transações correntes;²³
- ii) A classificação da economia em desenvolvimento na categoria especulativa/ponzi implica que o financiamento de déficits em transações correntes só se verifica nos períodos de ascensão cíclica da liquidez internacional;
- iii) Tal financiamento mascara a vulnerabilidade externa da economia visto que amplia a oferta de divisas externas – podendo haver inclusive apreciação cambial ou acúmulo de reservas externas;
- iv) O aumento da oferta líquida de divisas externas estimula a oferta de *finance* e mitiga a incerteza e a preferência pela liquidez, estimulando o crescimento econômico;
- v) A queda cíclica da liquidez mundial implica em racionamento de crédito para a economia em desenvolvimento (especulativa/ponzi) provocando crise cambial nesta;
- vi) A política econômica induzida pela escassez de divisas externas provoca a desestruturação dos arranjos financeiros alternativos aos mecanismos tradicionais de *finance-funding*, desmontando o suporte financeiro ao crescimento da economia em desenvolvimento, levando à inflexão da fase ascendente de seu ciclo de crescimento.

Este é o argumento central deste artigo, usado na próxima seção para explicar os ciclos de crescimento econômico no Brasil entre 1947 e 2003.²⁴

4. OS CICLOS DE CRESCIMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA: 1947-2003

A partir dos arranjos financeiros (alternativos) adotados na economia brasileira entre 1947 e 2003 analisa-se nesta seção a aderência dos ciclos brasileiros de crescimento durante o citado período em relação ao padrão cíclico de crescimento das economias em desenvolvimento, sugerido na seção anterior. Tal análise será realizada por meio da construção de fatos estilizados para a economia brasileira.

No Brasil o financiamento privado de longo prazo nunca existiu e o sistema bancário especializou-se na oferta de crédito de curto prazo, dominando a estrutura financeira, do tipo SC (Studart, 1995; Cruz, 1994). Para contornar a ausência dos mecanismos tradicionais de *finance-funding*, foram montados arranjos financeiros alternativos. Estes sempre corresponderam a três fundos, cujos pesos relativos no financiamento do crescimento mudava de período para período (Cruz, 1994):

²³ Lemos (1988) apresenta interessante argumento para o crescimento econômico liderado pelas exportações de países em desenvolvimento, acompanhado por superávits comerciais, quando estes países estão geograficamente próximos de alguma(s) economia(s) desenvolvida(s), conforme se observa para alguns países asiáticos, como é o caso da Coreia do Sul, próxima do Japão. Ademais, no caso da Coreia, Freeman (2004:23-24) e Dosi et alli (1994:33-34), sugerem a superioridade de seu SNI em relação aos SNIs de outros países em desenvolvimento, como por exemplo, países da América Latina.

²⁴ O período estudado inicia-se em 1947 visto que as altas taxas de acumulação observadas na economia brasileira após 1947 ensejaram pressão crescente sobre seu sistema financeiro. Assim, entre 1947 até os dias atuais, a funcionalidade do sistema financeiro, no Brasil, passa a ser fundamental para dar sustentabilidade às fases ascendentes de seu ciclo de crescimento econômico.

i) fundos internos às empresas, visando seu autofinanciamento e constituídos pela majoração inflacionária dos seus *mark ups* no âmbito de uma estrutura de mercado oligopolizada; ii) fundos públicos, constituídos, principalmente, pelos fundos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e do Banco do Brasil, além da formação de capital forjada pelo governo central e pelas Estatais; iii) fundos externos, associados ao aumento do passivo externo líquido da economia.

A articulação desses fundos no processo de financiamento do crescimento era realizada pela política econômica na medida em que políticas monetária, fiscal, cambial, comercial, tributária, de financiamento, entre outras, afetavam a formação desses fundos.²⁵

A montagem de arranjos financeiros a partir desses fundos mitigava a ascensão da fragilidade financeira que acompanha o crescimento da economia, proporcionando sustentabilidade ao mesmo. Todas as fases ascendentes dos ciclos de crescimento da economia brasileira após 1947 foram financiadas a partir desses três fundos. Essas fases ocorreram nos períodos:

- i) 1957-61, quando a economia cresceu, em média, 9,3% ao ano;
- ii) 1967-73, quando a economia cresceu, em média, 10,2% ao ano;
- iii) 1976-80, quando a economia cresceu, em média, 7,2% ao ano;
- iv) 1993-97, quando a economia cresceu, em média, 4,2% ao ano.

No período de 1957-61, o fundo interno às empresas foi estimulado pelos sistemas de contingenciamento das importações e de taxas múltiplas de câmbio (Orenstein e Sochaczewski, 1990). A proteção cambial dupla a que se referia Tavares (1972:71) garantiu o autofinanciamento das empresas através dos aumentos sistemáticos de *mark ups* no setor industrial. Ademais, políticas monetária, de crédito e fiscal expansionistas, com destaque para o investimento público, eram fonte de demanda efetiva e de pressão inflacionária, viabilizando o aumento de *mark ups* das firmas.

Quanto ao fundo externo, durante aquele ciclo o financiamento do investimento dependeu do autofinanciamento complementado pelo acesso a capitais do exterior, no caso das empresas privadas (Cruz, 1994). O *finance* externo não era significativo, embora presente (Studart, 1995:108).

Quanto ao fundo público, houve financiamentos subsidiados do BNDE para as estatais (Cruz, 1994), além de vigorosa emissão de moeda, requerida para financiar os gastos públicos (Orenstein e Sochaczewski, 1990).

Em todos os anos desse ciclo de crescimento houve déficits em transações correntes. Porém, ao contrário do padrão acima proposto para os ciclos de crescimento das economias em desenvolvimento, o saldo do balanço de pagamentos também foi deficitário, a exceção do ano de 1961 (tabela 1).

²⁵ Políticas fiscal, monetária e de crédito, por exemplo, podem (des)estimular a demanda agregada, com efeitos sobre a formação dos fundos internos às empresas. Do mesmo modo, tais fundos são afetados pelas políticas cambial, comercial e tributária. Os fundos públicos dependem das políticas de financiamento, tributária, cambial, fiscal, monetária, etc, o mesmo ocorrendo com os fundos externos.

Na segunda metade dos anos 1950 a escassez de divisas externas induziu a adoção de políticas cambial e comercial favorecendo o ciclo expansionista do Plano de Metas (1957-61). A racionalização dos recursos externos por meio, principalmente, do contingenciamento das importações e dos leilões cambiais, permitiu o aumento das importações de bens essenciais ao processo de substituição de importações sem, contudo, resultar em absorção líquida significativa de recursos externos. Neste caso, a fragilidade externa brasileira, ao invés de provocar o rompimento do arranjo financeiro adotado, desestabilizando financeiramente o crescimento da economia, serviu de acicate para a formação e consolidação desse arranjo.

Assim, foram contornadas as fragilidades típicas da economia em desenvolvimento: tendência à elevação do coeficiente de importação *vis-à-vis* o de exportação durante o crescimento da economia; baixa vantagem locacional para o investimento em relação a uma economia desenvolvida.

A reversão da fase ascendente desse ciclo de crescimento estava associada ao recrudescimento inflacionário e à deterioração das contas externas (entre outros fatores), que induziram a adoção de políticas macroeconômicas restritivas no início dos anos 1960. Estas políticas eliminaram a funcionalidade do arranjo financeiro doméstico adotado até então, contribuindo para a reversão da fase ascendente do ciclo de crescimento da economia. De um lado, a demanda do setor público e a demanda agregada foram arrefecidas, inviabilizando o aumento de *mark ups* (fundo interno). De outro, as contas públicas deterioraram-se, afetando o investimento público (fundo público).²⁶

Por fim, houve um comportamento Minskyano do sistema financeiro internacional, ao final do ciclo analisado. No início dos anos 1960 as contas externas deterioraram-se rapidamente, ocorrendo forte retração do influxo de capitais autônomos que só seria revertida após 1967 (tabela 1). Entretanto, na década de 60, a “escassez de dólares” no mundo do final dos anos 1940 já estava superada. Havia um processo ascendente de inovações financeiras e a capacidade do sistema financeiro internacional de responder endogenamente às necessidades de liquidez da economia mundial era crescente (Amado, 2003; Caves et alli, 2001:cap 21). Mesmo assim, nos anos 1960 a vulnerabilidade externa da economia foi exacerbada pelo comportamento dos mercados financeiros internacionais que, ao invés de minimizarem a escassez de divisas externas no Brasil, aguçaram-na. Isto sugere o enquadramento da economia brasileira pelo sistema financeiro mundial na categoria especulativa/ponzi.

Na fase ascendente do ciclo econômico brasileiro, observada entre 1967 e 1973, as formas de financiamento do ciclo anterior foram reproduzidas: autofinanciamento, recursos externos e fundos públicos. Apenas, após 1964, adotou-se uma política de realismo tarifário para as empresas estatais até 1975 e os financiamentos do BNDE foram redirecionados para o setor privado, enquanto o endividamento externo, principalmente das estatais, ganhou maior peso na composição das fontes de financiamento (Cruz, 1994; Lago, 1990:269).

A reforma financeira de 1965-67 foi funcional para a retomada do crescimento da economia ao contribuir para a recomposição das fontes de financiamento do governo (fundo público) através da emissão de títulos com cláusula de correção monetária (ORTNs), além de favorecer a expansão do

²⁶ Entre as causas para a reversão do crescimento estão, também, o fim do pacote de investimentos do Plano de Metas e a formação de capacidade instalada das indústrias de bens de consumo duráveis e de capital em nível superior ao crescimento da demanda por esses bens, num contexto de ausência de financiamento do consumo de bens duráveis e de capital de giro de médio prazo (Abreu, 1990:208; Studart, 1995:113).

crédito ao consumidor e para capital de giro (Cruz, 1994:72).²⁷ Ademais, houve majoração de tarifas públicas e de impostos diretos e indiretos, e corte de gastos do governo, no âmbito do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG). A criação do Banco Nacional de Habitação (BNH) e a adoção do sistema do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), em 1964, também estimularam a formação do fundo público. A partir de 1971, este contou, também, com o Programa de Integração Social (PIS).

As administrações públicas e as empresas estatais respondiam por cerca de metade dos investimentos totais no início dos anos 1970, bem como por mais de um terço da demanda de bens de capital (Lago, 1990). O financiamento dos investimentos das estatais se dava por meio da geração de fundos internos a estas empresas, em virtude da política realista de preços públicos até 1975, e de crescente endividamento externo, além dos recursos supridos pelo BNDE (Cruz, 1994).

Quanto ao fundo interno, o autofinanciamento das empresas foi relevante no período para o financiamento de investimento (Cruz, 1994). Adotou-se política de arrocho salarial concomitantemente a políticas monetária, de crédito e fiscal expansionistas, o que permitiu o aumento de *mark ups* e o controle da inflação (Lago, 1990:287).

O aumento de *mark ups* foi ainda favorecido pela política de comércio exterior. Entre 1964 e 1967 um conjunto de incentivos fiscais e creditícios às exportações foi introduzido.²⁸ Entre 1968 e 1973 verificou-se progressiva liberalização das importações concomitantemente a políticas de promoção das exportações de manufaturados.²⁹ Adotou-se, em 1968, o regime cambial de minidesvalorizações periódicas visando manter a taxa de câmbio estável e não prejudicar as exportações. Instituiu-se o crédito-prêmio do IPI, posteriormente estendido ao ICM, que permitia às empresas exportadoras creditarem-se da importância correspondente à aplicação da alíquota do IPI (até 15%) ao valor FOB de suas exportações. Adotaram-se programas de caráter especial dentre os quais destaca-se o BEFIEEX (Comissão para Concessão de Benefícios Fiscais e Programas Especiais de Exportação). O BEFIEEX garantia a manutenção das isenções fiscais pré-existentes durante todo o programa e liberava as importações do regime de similaridade. Além disso, através do BEFIEEX, obtinha-se a isenção do imposto de importação e do IPI para qualquer produto importado, mesmo que não vinculado a posterior exportação (Fachada, 1990:9-13; Lago, 1990:273).

²⁷ Se nos anos 1980 a liquidez desses haveres não monetários havia crescido muito, transformando-os em “quase-moeda”, na década anterior os prazos desses haveres ainda eram suficientemente longos para que as possibilidades de substituição entre M_1 e outros haveres fosse bastante imperfeita, favorecendo o controle da inflação (Lago, 1990:252). Sobre a reforma financeira de 1965-67, ver (Stuart, 1995:120-130; Lago, 1990 e Cruz, 1994).

²⁸ Estes incentivos compreendiam desde a isenção do pagamento do Imposto de Renda relativo à parcela do lucro proveniente da atividade exportadora, até a isenção do pagamento de impostos indiretos para os produtos exportados. Implantou-se o regime de “drawback”, que isenta o pagamento de impostos e taxas vinculadas às importações de bens utilizados em projetos voltados para a exportação. Na área creditícia, destacaram-se o sistema de financiamento para capital de giro destinado aos produtores de bens industrializados para exportação, e a concessão de financiamentos às vendas externas de bens de capital e bens de consumo duráveis por via do FINEX (Fundo de Financiamento à Exportação) – Fachada (1990: 8-10).

²⁹ Nesse período, as despesas com importações cresceram 234%, fruto da política de liberalização comercial e das elevadas taxas de crescimento da economia: “A política de liberação das importações, na verdade, se procedeu em maior grau no sentido de conceder crescentes facilidades para a obtenção de isenções tarifárias e situações particulares do que propriamente por reduções generalizadas de alíquotas. As isenções tributárias para as importações foram permitidas em programas considerados de alta prioridade e, em geral, para bens de capital e indústrias de ponta. Foi também criado o regime de contingenciamento, onde um determinado montante de produtos importados era beneficiado de isenções fiscais quando comprovada a aquisição de certa quantidade de bens produzidos internamente.” (Fachada, 1990:14).

Com relação ao fundo externo, houve nesse período crescente endividamento externo, inclusive das empresas estatais. A Resolução 63 de 1968, do Banco Central, representou importante estímulo ao mesmo.³⁰ No período 1967-73 houve expressiva acumulação de reservas externas (Lago, 1990:278).

Em todos os anos desse ciclo de crescimento brasileiro houve déficits em transações correntes e superávits do balanço de pagamentos, a exceção do ano de 1967, neste último caso (tabela 1). Este quadro foi possível graças a fatores externos exógenos: a partir de 1969 os termos de intercâmbio apresentaram melhoras sucessivas até 1973, a exceção de 1971 (Abreu, 1990:410). Entre 1967 e 1973 o comércio internacional registrou um crescimento de 18,3% ao ano (Fachada, 1990:18), enquanto o desenvolvimento crescente do Euromercado expandia rapidamente o nível da liquidez internacional (Fachada, 1990:18; Amado, 2003).

Estes fatos sugerem a aderência do crescimento da economia brasileira ao padrão dos ciclos de crescimento das economias em desenvolvimento apresentado neste estudo. A forte expansão da liquidez mundial facilitava o financiamento dos déficits em conta corrente e o acúmulo de reservas externas na economia brasileira, evidenciando o caráter Minskyano da sua inserção internacional. A vulnerabilidade externa da economia, evidenciada por déficits em transações correntes que se acumulavam desde 1967, a despeito do excepcional desempenho dos citados fatores externos, ficava camuflada pelos sucessivos superávits do balanço de pagamentos. Tais superávits proporcionavam o aumento da oferta de *finance* e reduziam as incertezas quanto à disponibilidade futura de divisas externas, favorecendo o investimento e o crescimento econômico.

Entretanto, quando a utilização plena da capacidade instalada trouxe a necessidade de novos investimentos em capital fixo concomitantemente à depressão dos mercados financeiros e de comércio externos no final de 1973, a funcionalidade do arranjo financeiro para o crescimento foi ameaçada.

De fato, após o choque do petróleo, quando o citado quadro externo favorável foi desfeito e, também, quando o esgotamento da capacidade instalada impôs a necessidade de ampliar o investimento em capital fixo, a balança comercial e de transações correntes deterioraram-se rapidamente. As importações cresceram 30,5% e 46,2% em 1972 e 1973, respectivamente, ao passo que o déficit em transações correntes aumentou cerca de três vezes entre 1970 e 1973 e cerca de onze vezes entre 1970 e 1975 – já influenciado pelo choque do petróleo, neste último caso (tabela 1). Por fim, o crescimento do coeficiente de importação e os déficits comerciais no início dos anos 1970 teriam sido maiores não fosse a adoção de barreiras tarifárias e não tarifárias às importações.³¹

O choque do petróleo no final de 1973 e a conseqüente desaceleração do comércio internacional, além da piora dos termos de troca, resultaram em rápida deterioração dos saldos comerciais, em conta corrente e do balanço de pagamentos, em 1974 e 1975. A perda de reservas foi de quase US\$ 2 bilhões, naquele biênio. Portanto, o ajuste recessivo necessário para garantir a solvência externa brasileira eliminaria a funcionalidade do arranjo financeiro adotado até 1973.

³⁰ Sobre a Resolução 63, ver Lago (1990: 278).

³¹ "A política de liberação das importações (...) se procedeu no sentido de conceder crescentes facilidades para a obtenção de isenções tarifárias e situações particulares do que propriamente por reduções generalizadas de alíquotas. As isenções tributárias para as importações foram permitidas em programas de alta prioridade e, em geral, para bens de capital e indústrias de ponta." (Fachada, 1990:14).

Contudo, esse quadro foi rapidamente revertido em função da reciclagem dos petrodólares e dos déficits interno e externo norte-americanos que deram novo impulso aos euromercados, aumentando sua dimensão e provocando excesso de liquidez internacional (Gremaud et alli, 2002:522-523). Deste modo, um novo ciclo de crescimento econômico no Brasil foi viabilizado entre 1976 e 1980, sob a égide do II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND).

A participação do crédito externo na composição das fontes de financiamento do crescimento, inclusive das empresas estatais, carro-chefe do ciclo de investimento daquele período, elevou-se. Após 1975 o governo voltou a adotar uma política de preços para as estatais que visava conceder subsídios às empresas privadas e conter a inflação. As estatais foram forçadas a tomar recursos emprestados no exterior a juros flutuantes através da adoção de restrições ao seu acesso ao crédito doméstico (Coutinho e Belluzzo, 1982:160).

Quanto ao fundo interno de financiamento do crescimento, as políticas salarial, cambial, comercial, fiscal e creditícia favoreciam a elevação dos *mark ups* no setor privado que se apoiava, ainda, no financiamento externo, abundante até o final dos anos 1970.

As políticas de arrocho salarial e de minidesvalorizações cambiais periódicas foram mantidas. Adotou-se forte controle discricionário das importações através de barreiras não tarifárias em setores menos essenciais (Suzigan e Villela, 1997:39). Adotou-se, também, política de estímulo às exportações, especialmente manufaturados, baseada no sistema de incentivos fiscais e creditícios do período 1967-73.³²

Portanto, o elevado nível dos investimentos públicos, que estimulava a demanda agregada, concomitantemente à política de preços das estatais, aos financiamentos subsidiados do BNDE, à política salarial e às políticas de câmbio e de comércio exterior, favoreciam a ampliação de *mark ups* pelas empresas privadas.³³

A partir de 1976 o governo praticou uma política de aumento do diferencial entre taxas de juros internas e externas visando estimular o endividamento externo e, ao mesmo tempo, conter pressões inflacionárias decorrentes da ampliação da base monetária (Tavares e Belluzzo, 1983:137). Esta “ciranda financeira” vinculava, então, a dívida pública interna à dívida externa, cuja estatização cresceu a passos largos a partir de 1979.³⁴

No bojo deste processo estava a fragilização financeira do Estado. A elevação das taxas de juros reais deveria engendrar o aumento da fragilidade financeira de credores e devedores na ausência de mecanismos de *funding*. Todavia, o aumento da fragilidade financeira do setor privado foi mitigado pela adoção de mecanismos que resultavam na absorção dessa fragilidade pelo setor público, sustentando o crescimento econômico na segunda metade dos anos 1970.³⁵

³² Ver detalhes em Suzigan e Villela (1997:39).

³³ “Os empréstimos concedidos pelo BNDE a partir de 1974 (...) continham cláusulas contratuais que determinavam, ao fim e ao cabo, a doação patrimonial de parcela substantiva dos recursos envolvidos nas operações. Do total de recursos emprestados pelo Banco no período 1974-79, estima-se que cerca de 75% tenham sido apropriados pelas empresas mutuárias privadas através de diferentes mecanismos de subsídios” Cruz (1994:71).

³⁴ Sobre a “ciranda financeira”, ver Tavares e Belluzzo (1983), Coutinho e Belluzzo (1983) e Oliveira (1990).

³⁵ Estes mecanismos eram: i) ciranda financeira; ii) estatização da dívida externa; iii) oferta de financiamento subsidiado de longo prazo a partir dos fundos públicos; iv) política de preços das estatais; v) nível elevado da demanda agregada garantido pela expansão do crédito e pelo elevado nível dos investimentos públicos; vi) aumento sistemático dos preços num contexto de arrocho do salário real, favorecendo amplas margens de autofinanciamento do setor privado.

Quanto ao fundo público de financiamento do investimento, três principais instituições públicas operavam no longo prazo: BNDE, BNH e o Banco do Brasil, que financiava a agricultura e investimentos industriais.³⁶ Em 1974, dois importantes fundos até então sob administração do BNH foram transferidos para o BNDE, representando 60% das fontes de recursos dessa instituição: o Programa de Integração Social (PIS) e o Programa de Assistência ao Servidor Público (Pasep). Durante a implementação do II PND o setor privado nacional absorvia mais de 80% dos recursos do banco (Cruz, 1994:70). Esta estratégia visava fortalecer o capital privado nacional, a perna fraca do tripé composto por este, pelo capital privado estrangeiro e pelo setor público (Coutinho e Belluzzo, 1983:161). Todavia, as contas públicas apresentavam crescente desorganização, corolário da citada absorção da fragilidade financeira do setor privado pelo setor público.

Embora o crescimento da dívida interna e a deterioração financeira do setor público fossem crescentes naquele período, somente quando ocorreu a reversão do ciclo de liquidez internacional na virada dos anos 1970 para os anos 1980, foi que o arranjo financeiro adotado perdeu sua funcionalidade para o crescimento da economia. Enquanto houve financiamento externo abundante, o programa de investimento das estatais foi levado adiante e os desequilíbrios externos puderam ser financiados (camuflados), viabilizando-se o ciclo de crescimento do II PND.

A hipótese do comportamento Minskyano do mercado financeiro internacional dificilmente pode ser rejeitada para esse período. A elevada liquidez mundial viabilizou a expansão do crédito internacional para as economias consideradas especulativas/ponzi, favorecendo a estratégia brasileira voltada para o financiamento externo.³⁷

O segundo choque do petróleo, a elevação das taxas de juros internacionais em 1979 e a recessão mundial que se instalou nesse período provocaram um racionamento do crédito no sistema financeiro internacional, além da deterioração financeira do Estado brasileiro, inclusive das estatais, muito endividadas no exterior. O rompimento do fluxo de recursos voluntários para o Brasil resultou em drástica redução dos investimentos das estatais nos anos 1980 e tornou imperativo o ajuste macroeconômico recessivo. A desestruturação dos fundos públicos (deterioração financeira acelerada do Estado) e do fundo externo provocou a reverão da fase ascendente do ciclo de crescimento da economia, naquele período.

Ou seja, o colapso dos fluxos de capitais decorrente do comportamento assimétrico (Minskyano) do mercado financeiro internacional tornou evidente a vulnerabilidade externa da economia brasileira, refletida no acúmulo de desequilíbrios da balança comercial e em transações

³⁶ A participação dos investimentos financiados pelo BNDE, BNH e Banco Central – este último financiava vários programas especiais de investimento – no investimento total cresceu de 3,2% em 1967 para 17,5% em 1973 e 23,2% em 1979, segundo Studart (1995:153) – note que os empréstimos do Banco do Brasil não foram incluídos nesta estatística.

³⁷ “A facilidade de obtenção de recursos externos está relacionada ao processo de reciclagem dos petrodólares (...) como a demanda de crédito nos países desenvolvidos estava retraída, os países em desenvolvimento voltaram a ser vistos como clientes preferenciais” (Gremaud et alli, 2002:416). Lacerda et alli (2000:123) argumentam: “As estatais (...) eram o mercado ideal para o sistema financeiro internacional, que já estava reciclando os petrodólares (...) nesse quadro de grande liquidez internacional, a conjuntura econômica mundial adversa reduzia os demandantes de crédito. O governo brasileiro e suas grandes empresas passaram a ser praticamente os únicos grandes tomadores de recursos do sistema financeiro internacional”.

correntes, no período em estudo (tabela 1).³⁸ De outro lado, o saldo do balanço de pagamentos foi superavitário até 1978, inclusive, o que está de acordo com o padrão dos ciclos de crescimento das economias em desenvolvimento, sugerido neste estudo.

Portanto, o vetor financeiro e o vetor espacial-tecnológico interagiam reforçando-se mutuamente para determinar a vulnerabilidade externa da economia que veio à tona no início dos anos 1980. O ajuste externo recessivo da época completava o quadro formado pela crise fiscal e financeira do Estado, pelo colapso do crédito externo, pelo fim do pacote de investimentos do II PND e pela aceleração inflacionária. O corolário deste quadro foi a disfunção financeira que sustentava o ciclo de crescimento da economia durante a implementação do II PND: apenas os fundos internos às empresas não foram totalmente desestruturados.

Durante a crise econômica dos anos 1980 o aumento da fragilidade financeira do setor privado foi contornado pela ampliação de *mark ups* e desendividamento das empresas no contexto do regime de alta inflação (Pereira, 1999). As demais fontes tradicionais de financiamento do crescimento - os fundos públicos e o crédito externo - estavam deterioradas pela crise fiscal e financeira do setor público e pela crise da dívida externa. O crescimento econômico ficou, então, comprometido naquela década.

No que se refere ao período 1993-97, pode-se considerar que houve um mini ciclo de crescimento, visto que a taxa média anual deste foi de 4,2%, superior à taxa média anual de crescimento verificada entre 1990 e 2003, de 1,9%. As formas de financiamento dos ciclos anteriores foram reproduzidas: autofinanciamento, recursos externos e fundo público.

Com relação ao fundo interno de financiamento do investimento, no início da década de 1990, o coeficiente de autofinanciamento das empresas privadas foi reduzido paralelamente ao crescimento de seu grau de endividamento, principalmente em moeda estrangeira. Isto se deu em função da abertura comercial, do retorno do país ao mercado internacional de capitais, do excesso de liquidez internacional, do elevado diferencial de juros internos e externos, e da política de minidesvalorizações cambiais, adotada no final de 1991.³⁹

Os ganhos de arbitragem a partir do citado diferencial de juros ajudaram a barrar a ascensão da fragilidade financeira das empresas privadas, que decorria do aumento de seu grau de endividamento

³⁸ Entre 1967 e 1973 a balança comercial acumulou um superávit de US\$ 0,3 bilhões, sendo deficitária apenas em 1971 e 1972. O crescimento do comércio e da liquidez internacional a elevadas taxas entre 1967 e 1973 e a presença de capacidade ociosa que reduzia a necessidade de importações, mascaravam a debilidade da inserção internacional brasileira, típica de uma economia periférica. Mas, entre 1974 e 1980 o déficit comercial acumulado foi de US\$ 17,074 bilhões, valor bem superior aos US\$ 1,6 bilhões de reservas externas acumuladas nesse período, ou aos US\$ 7,9 bilhões acumulados no subperíodo 1975-1978. O déficit acumulado em conta corrente entre 1974 e 1980 foi de US\$ 54,416 bilhões. Se o acúmulo de reservas externas aumentou a exposição do setor externo da economia brasileira no período em estudo, os déficits comerciais e a parcela dos déficits futuros em conta corrente que decorria do financiamento desses déficits comerciais também o fizeram. Portanto, parte do endividamento externo verificado entre 1974 e 1980 destinou-se, de fato, à cobertura dos sistemáticos déficits comerciais e em conta corrente do período, ao invés de ter servido à política de acúmulo de reservas externas, corroborando a hipótese de vulnerabilidade externa estrutural para a economia brasileira.

³⁹ Ao mesmo tempo em que a abertura comercial freava o aumento dos *mark ups*, limitando a formação de fundos internos às empresas, a estabilidade do câmbio real num contexto de elevado diferencial de juros internos e externos estimulava as captações externas em detrimento do uso de recursos próprios e do endividamento no mercado doméstico. A participação das obrigações externas no total das obrigações financeiras das firmas industriais privadas subiu de 5,9% em 1991 para 23,3% em 1996, demonstrando que a composição do financiamento das firmas nos anos 1990 priorizou o endividamento destas em moeda estrangeira (Pereira, 1999:112).

concomitantemente à retração dos níveis de atividade econômica e dos seus *mark ups*.⁴⁰ A partir do Plano Real, tais ganhos de arbitragem permaneceram presentes e, ainda, a apreciação da taxa de câmbio real provocou a desvalorização em termos reais dos estoques de dívidas denominadas em moeda estrangeira, mitigando a fragilidade financeira do sistema.

TABELA 1
Balanco de Pagamentos (em US\$ milhões) - 1947/1991

Anos	Balança Comercial	Exportações	Importações	Conta Corrente	Capitais Autônomos	Balanco de Pagamentos
1947	130	1157	1027	-151	12	-182
1948	278	1183	905	-2	-51	-24
1949	153	1100	947	-82	-74	-74
1950	425	1359	934	140	-65	52
1951	68	1771	1703	-403	-11	-291
1952	-286	1416	1702	-624	35	-615
1953	424	1540	1116	55	59	16
1954	148	1558	1410	-195	-18	-203
1955	320	1419	1099	2	3	17
1956	437	1483	1046	57	151	194
1957	107	1392	1285	-264	255	-180
1958	65	1244	1179	-248	184	-253
1959	72	1282	1210	-311	182	-154
1960	-23	1270	1293	-478	58	-410
1961	113	1405	1292	-222	288	115
1962	-89	1215	1304	-389	181	-346
1963	112	1406	1294	-114	-54	-244
1964	344	1430	1086	140	82	4
1965	655	1596	941	368	-6	331
1966	438	1741	1303	54	124	153
1967	213	1654	1441	-237	27	-245
1968	26	1881	1855	-508	541	32
1969	378	2311	1993	-281	871	549
1970	232	2739	2507	-562	1015	545
1971	-341	2904	3245	-1037	1846	530
1972	-244	3991	4235	-1489	3492	2439
1973	7	6199	6192	-1688	3512	2179
1974	-4690	7951	12641	-7122	6254	-936
1975	-3540	8670	12210	-6700	6189	-950
1976	-2255	10128	12383	-6017	6594	1192
1977	97	12120	12023	-4037	5278	630
1978	-1024	12659	13683	-6990	11891	4262
1979	-2840	15244	18083	-10742	7657	-3215
1980	-2823	20132	22955	-12807	9679	-3472
1981	1202	23293	22091	-11734	12773	625
1982	780	20175	19395	-16311	7851	-8828
1983	6470	21899	15429	-6837	2103	-5405
1984	13.090	27.005	13.916	44	253	700
1985	12.486	25.639	13.153	-242	-2.554	-3.200
1986	8.304	22.384	14.044	-5.304	-7.108	-12.356
1987	11.172	26.224	15.052	-1.436	-7.986	-10.228
1988	19.181	33.786	14.605	4.175	-8.711	-5.343
1989	16.120	34.383	18.263	1.033	-11432	-11174
1990	10.753	31.413	20.661	-3.782	-3.855	-7.965
1991	10.579	31.620	21.041	-1.407	-4.342	-4.873

Fonte: Estatísticas Históricas do Brasil, FIBGE (1988), Abreu (1990, Anexo Estatístico).

⁴⁰ A mudança na participação dos fundos interno e externo às firmas industriais em seus esquemas de financiamento nos anos 1990 está refletida nas alterações dos seus *mark ups*. Entre 1990 e 1995, observou-se, em geral, forte queda dos *mark ups*, (Moreira, 1999:325). Entre 1995 e 1998 verificou-se nova redução de margens, no âmbito da estabilização monetária (Pereira, 1999:56; Moreira, 1999:325). As mudanças na composição do financiamento das firmas industriais nos anos 1990 também podem ser identificadas pela participação de recursos de terceiros no financiamento da grande empresa privada. Em 1991 esta participação era de 37% e em 1996 ela já atingia 44%, (Pereira, 1999:69).

Quanto ao fundo público, verificou-se naquele período o ajuste fiscal e patrimonial do Estado, cujo início se deu com o processo de privatização das estatais (Lacerda et alli: 2000:193-198). Após 1992 novas medidas foram tomadas visando contornar os desequilíbrios das contas públicas: o Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF), o Plano de Ação Imediata (PAI), o Fundo Social de Emergência e as negociações com os governos estaduais e municipais para o pagamento de suas dívidas com a União (Gremaud et alli, 2002:469).

Quanto ao fundo externo, verificou-se um ciclo de expansão da liquidez internacional nos anos 1990, baseado no desenvolvimento do mercado de derivativos e futuros, no crescimento de investidores institucionais, além da política de liberalização financeira praticada em diversas economias (Amado, 2003; Plihon, 1995). A dívida externa brasileira, e da América Latina, foi reestruturada com o Plano *Brady* (1989), e o colapso dos fluxos voluntários de capitais para o Brasil foi superado a partir de 1991.⁴¹

Entre 1993 e 1997 os saldos em transações correntes foram sistematicamente negativos, enquanto os sucessivos saldos positivos do balanço de pagamentos entre 1992 e 1996 implicaram em crescimento da oferta de *finance* e em redução da incerteza quanto à disponibilidade futura de recursos externos, reduzindo a preferência pela liquidez, com efeitos positivos sobre o crescimento da economia e a rentabilidade das empresas. Este quadro do ciclo de crescimento do período 1993-97 está, mais uma vez, de acordo com o padrão de crescimento dos países em desenvolvimento sugerido na seção anterior.

Após 1994, a fragilidade financeira cresceu na economia brasileira. O financiamento dos crescentes déficits em transações correntes se deu por meio da elevação das taxas de juros domésticas e dos superávits expressivos na conta de capitais autônomos (conta financeira) do balanço de pagamentos (tabela 2). Esta política levou à redução do nível da atividade econômica e à fragilização financeira dos setores privado e público. Implicou, também, no expressivo aumento do passivo externo líquido da economia. A deterioração das contas externas só foi contida a partir da desvalorização cambial de 1999, cujos custos foram absorvidos principalmente pelo setor público quando este instituiu mecanismos de *hedge* cambial para o setor privado visando evitar um cenário de recessão profunda, falências e crise financeira (Gremaud et alli, 2002:488).

O aumento da fragilidade financeira do sistema ficou então patente seja em níveis pouco confortáveis de demanda efetiva e, portanto, de rentabilidade das empresas, seja na dependência de mudanças cambiais que os passivos dos setores público e privado passaram a apresentar, ou na elevação dos custos financeiros das unidades endividadas. O crescimento da fragilidade financeira do sistema decorreu, também, do risco financeiro representado pelo comprometimento da renda agregada futura com o fluxo de pagamentos das dívidas interna (que cresceu de modo explosivo) e externa.

De outro lado, o comportamento Minskyano do sistema financeiro internacional ajudou a ampliar a fragilidade financeira do sistema. Os desequilíbrios em transações correntes da economia sustentavam a percepção da sua condição especulativa/ponzi no mercado internacional. O perfil das captações externas das empresas brasileiras, nesse período, sugere tal percepção, visto que se

⁴¹ No caso brasileiro, embora o ingresso voluntário de recursos externos tenha sido retomado a partir de 1991 (Gremaud et alli, 2001:526), foi em 1994 que o Brasil trocou papéis de dívida bancária por títulos do governo brasileiro - *Bradies bonds*: *C-Bond*, *Par Bonds*, *Discount Bonds*, *DCB*.

concentrara no curto/médio prazo (Pereira, 1999). Assim, num período de incerteza e reversão de expectativas no sistema financeiro internacional ocorreram as crises da Ásia (1997), da Rússia (1998) e do Brasil (1999). Neste contexto, as taxas de juros domésticas brasileiras elevaram-se significativamente, com efeitos deletérios sobre os fundos público e interno de financiamento e sustentação do crescimento.

A assimetria da percepção dos mercados sobre o grau de vulnerabilidade da inserção internacional das economias fica patente na medida em que, na segunda metade dos anos 1990, as sucessivas crises cambiais, cujos resultados foram desvalorizações da taxa de câmbio que ultrapassaram a casa dos 30% em poucas semanas, só ocorreram na Periferia. Estes fatos revelam, mais uma vez, o caráter periférico e Minskyano da inserção internacional da economia brasileira.

TABELA 2
Balanco de Pagamentos (em US\$ milhões) – 1992/2002*

Anos	Balança Comercial	Exportações	Importações	Conta Corrente	Capitais Autônomos	Balanco de Pagamentos
1992	15.308	35.862	20.554	6.144	5.918	10.676
1993	12.938	38.597	25.659	-592	8.612	6.902
1994	10.440	43.545	33.105	-1.688	-25.071**	-26.425**
1995	-3.158	46.506	49.664	-17.972	29.812	13.933
1996	-5.554	47.747	53.301	-23.502	33.968	8.666
1997	-8.357	52.990	61.347	-30.791	25.800	-7.907
1998	-6.474	51.120	57.594	-33.445	29.701	-7.970
1999	-1.284	48.011	49.295	-25.396	17.319	-7.822
2000	-751	55.086	55.837	-24.669	19.326	-2.262
2001	2.650	58.223	55.572	-23.215	27.052	3.307
2002	13.121	60.362	47.240	-7.718	8.856	302
2003	24.825	73.084	48.259	4.051	5.543	8.496

Fonte: Boletim de Banco Central e Ipeadata. * Metodologia do Manual do Balanco de Pagamentos do FMI (5ª edição, 1993).**Em 1994 a dívida externa foi renegociada com organismos internacionais e o contrato da dívida renovado. O procedimento contábil do Banco Central foi dar baixa na dívida anterior por meio de sua inclusão na rubrica “amortizações a médio e longo prazo” (US\$ -37,9 bilhões) e contabilizar o novo contrato da dívida “abaixo da linha”, isto é, no item “Demonstrativo do Resultado” do Balanco de Pagamentos.

Deste modo, os fundos público e interno de financiamento do investimento foram desestruturados a partir da política macroeconômica adotada após 1994, contribuindo para reverter a fase ascendente do ciclo de crescimento iniciada em 1993. Assim, o que se observou nos anos 1990 foi apenas um mini ciclo de investimentos modernizantes no contexto da abertura da economia (Bielschowsky, 1999).

Portanto, os ciclos de crescimento da economia brasileira, observados entre 1947 e 2003, apresentaram o padrão proposto neste estudo para economias em desenvolvimento. Em todas as fases ascendentes dos ciclos dos períodos 1957-61, 1967-73, 1976-80 e 1993-97, o arranjo financeiro de financiamento e sustentação do crescimento baseou-se na estruturação dos fundos interno, público e externo. A inflexão desses ciclos esteve sempre associada à desestruturação desse arranjo financeiro por meio de políticas macroeconômicas restritivas. Estas, por seu turno, foram adotadas em função de crises no setor externo da economia.

A escassez de divisas externas parece ser uma tendência da economia brasileira, porém, mascarada nos períodos de ascensão cíclica da liquidez internacional. Nestes períodos, o aumento do influxo de divisas externas financia de modo fácil déficits sucessivos em transações correntes. Este processo estimula a oferta de *finance* e inibe a incerteza quanto à disponibilidade futura de recursos externos, mitigando a preferência pela liquidez, com efeitos positivos sobre o crescimento econômico doméstico. Quando há uma reversão cíclica de expectativas no sistema financeiro internacional, as economias consideradas especulativas/ponzi sofrem intenso racionamento de crédito, deixando à mostra sua vulnerabilidade externa, associada a sucessivos déficits em transações correntes nas fases ascendentes dos ciclos de crescimento da economia. A crise cambial que daí decorre induz à adoção de política econômica restritiva, provocando a desestruturação do arranjo financeiro então adotado e a inflexão do ciclo de crescimento da economia.

5. CONCLUSÕES

Na economia em desenvolvimento, onde o sistema financeiro e o SNI apresentam deficiência relativa, os vetores espacial-tecnológico e financeiro interagem ensejando uma vulnerabilidade externa de caráter estrutural na mesma. Conseqüentemente, há um processo de causação circular nessa economia onde o SNI relativamente menos desenvolvido inibe a entrada líquida de capitais para o país (seja através da balança comercial, de serviços ou de capital) e, também, as decisões de investimento, inviabilizando o desenvolvimento tecnológico e da competitividade (desenvolvimento do SNI) dessa economia no ritmo observado nos países desenvolvidos, e assim por diante. Verifica-se, então, maior escassez de divisas externas na Periferia (economias em desenvolvimento) *vis-à-vis* o Centro.

Esse processo de causação circular não é linear: nos períodos de elevação da liquidez internacional a entrada líquida de capitais na Periferia é estimulada, camuflando sua vulnerabilidade externa. Nos períodos de reversão cíclica da liquidez mundial tal vulnerabilidade externa é então desnudada e amplificada pelo comportamento assimétrico (Minskyano) dos mercados financeiros. Portanto, o grau escassez de divisas externas na economia periférica está relacionado aos ciclos da liquidez internacional, o que torna suas crises cambiais crônicas.

De outro lado, nas economias em desenvolvimento o mercado de capitais é pouco desenvolvido, dificultando o financiamento e a sustentação do crescimento econômico. Assim, observa-se a constituição de arranjos financeiros alternativos aos esquemas tradicionais de *finance-funding* visando contornar esse problema. Mas, devido à vulnerabilidade externa das economias cujo SNI é relativamente pouco desenvolvido, nos períodos de queda cíclica da liquidez mundial a escassez de divisas externas nessas economias eleva-se, sistematicamente, condicionando sua política econômica. Esta, ao visar a superação de crises cambiais, desestrutura os arranjos financeiros alternativos que mitigavam a ascensão da fragilidade financeira do sistema, revertendo o ciclo de crescimento econômico.

Portanto, há um padrão dos ciclos de crescimento das economias cujo SNI e cujo sistema financeiro são deficientes, apresentado na seção 3 deste trabalho. Na seção anterior demonstrou-se que todos os ciclos de crescimento verificados na economia brasileira entre 1947 e 2003 (1957-61, 1967-73, 1976-80 e 1993-97) apresentaram o padrão proposto neste estudo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABREU, M. P. A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989. Rio de Janeiro, ed. Campus, 1990.
- ALBUQUERQUE, E. M. Notas sobre a Contribuição de Kenneth Arrow para a Fundamentação Teórica dos Sistemas Nacionais de Inovações. *Revista Brasileira de Economia*, abr./Jun, 1996.
- AMADO, A. M. Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não neutralidade da moeda. Porto Alegre, *Ensaio FEE*, ano 21, n. 1, 2000.
- AMADO, A. M. Minsky e o ciclo econômico: uma análise para economias periféricas. Florianópolis, VIII *Encontro de Economia Política*, 2003.
- BARBOSA FILHO, N. International liquidity and growth fluctuations in Brazil: 1966-2000. Nova Friburgo, XXX *Encontro Nacional de Economia/ANPEC*, 2002.
- BERGSTRAND, J.H. Structural determinants of real exchange rates and national price levels: some empirical evidence. *The American Economic Review*, v. 81, n. 1, março de 1991.
- BIELSCHOWSKY, R. (org) *Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL*. Record, 2000.
- BIELSCHOWSKY, R. Investimentos na indústria brasileira depois da abertura e do real: o mini-ciclo de modernizações, 1995-97, Cepal, *Série Reformas Econômicas*, nº 44, Santiago do Chile, 1999.
- CARVALHO, F.J.C. *Mr Keynes and the post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy*. Edward Elgar, 1992.
- CARVALHO, F.J.C. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. *Revista de Economia Política*, vol 13, n. 3 (51), julho-setembro de 1993.
- CAVES, R.E., FRANKEL, J. A. & JONES, R. W. *Economia Internacional, comércio e transações globais*. São Paulo, Ed. Saraiva, 2001.
- COUTINHO, L.G. & BELLUZZO, L.G.M. Política econômica, inflexões e crise: 1974-1981. In BELLUZZO, L.G.M. & COUTINHO, R. (org) *Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise*. São Paulo, Brasiliense, 1983.
- CROCCO, M. The concept of degrees of uncertainty in Keynes, Shackle, and Davidson. Belo Horizonte, *Nova Economia*, 12(2), julho-dezembro de 2002.
- CRUZ, P.R.D.C. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do pós-guerra. *Economia e Sociedade*, Campinas, (3), dez de 1994.
- DAVIDSON, P. *International money and the real world*. London, Macmillan, second edition, 1992.
- DAVIDSON, P. *Post Keynesian macroeconomic theory: a foundation for successful economic policies for the twenty-first century*. Cambridge, University Press, 1994.
- DOSI, G. Institutions and Markets in a Dynamic World. *The Manchester School*, v. LVI, n.2, p119-146, 1988

- 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. *Macroeconomic Thought: a methodological approach*. Blackwell, Oxford, 1985.
- 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.
- ERBER, F.S. & CASSIOLATO, J.E. Política industrial: teoria e prática no Brasil e na OCDE. *Revista de Economia Política*, V.17, n.2, (66), abril-junho de 1997.
- FACHADA, J.P.R. *Um estudo econométrico da balança comercial brasileira: 1975-1988*. Dissertação de mestrado apresentada à PUC-R.J., 1990.
- FAJNZYLBER, R.F. *La Industrialización Trunca de América Latina*, México, Nueva Imagem, 1983.
- FAGERBERG, J. Technology and international differences in growth rates. *Journal of Economic Literature*, v. 32, September, 1994.
- FREEMAN, C. The National System of Innovation in historical perspective. *Revista Brasileira de Inovação*, V3, N. 1, Janeiro/junho, 2004.
- GREMAUD, A.P.; VASCONCELLOS, M.A.S. & TONETO JÚNIOR, R. *Economia brasileira contemporânea*. São Paulo, Atlas, 2002.
- HIRSCHMAN, A. A Transmissão Interregional e Internacional de Crescimento Econômico. In: Schwartzman (org) *Economia Regional: textos escolhidos*. Belo Horizonte, CEDEPLAR, 1977.
- 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 relation of economic growth and cyclical fluctuations. In KING, J.E. *Economic Growth in theory and practice: kaldorian perspective*. Edward Elgar, 1994a.
- KALDOR, N. Economic growth and the Verdoorn' law: a comment on Mr. Rowthorn's article. In KING, J.E. *Economic Growth in theory and practice: kaldorian perspective*. Edward Elgar, 1994b.
- KEYNES, J.M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo, Nova Cultural, 1988a.
- KEYNES, J.M. Teorias alternativas da taxa de juros. In *Clássicos da Literatura Econômica*, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1988b.
- KEYNES, J.M. A teoria *ex ante* da taxa de juros. In *Clássicos da Literatura Econômica*, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1988c.

- LACERDA, A.C.; BOCCHI, J.I.; REGO, J.M.; BORGES, M.A. & MARQUES, R.M. *Economia brasileira*. São Paulo, Saraiva, 2000.
- LAGO, L. A. C. A retomada do crescimento e as distorções do Milagre: 1967-1973. In Abreu, M.P. (org) *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro, ed. Campus, 1990.
- LEMOES, M. B. Espaço e Capital: um estudo sobre a dinâmica Centro x Periferia. Campinas, *tese de doutoramento apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas*, 1988.
- LOPEZ, J.(1997) “Mexico’s Crisis: Financial Modernization and Financial Fragility”, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Vol 50 (201).
- LÓPEZ, 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*, Campinas, (3), dez de 1994.
- 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 de 1988.
- MOREIRA, M.M. A indústria brasileira nos anos 90. O que já se pode dizer? In Giambiagi, F, & Moreira, M.M. (org) *A economia brasileira nos anos 90*. Rio de Janeiro, BNDES, 1999.
- MYRDAL, G. *teoria Econômica e Regiões Subdesenvolvidas*. Rio de Janeiro, Saga, 1972.
- OBSTFELD & ROGOFF, K. *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press, 1996.
- OLIVEIRA, F.A. Política fiscal e política monetária no Brasil: o estrangulamento imposto pela dívida externa. Belo Horizonte, *Nova Economia*, vol. 1, n. 1, 1990.
- ORENSTEIN, L. & SOCHACZEWSKI, A.C. Democracia com desenvolvimento: 1956-1961. In Abreu, M.P. (org) *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro, ed. Campus, 1990.
- PAULA, L.F.R. & ALVES JÚNIOR, A.J. External financial fragility and the 1998-1999 brazilian currency crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 22, n. 4, 2000.
- PEREIRA, T.R. *Endividamento externo e o ajuste financeiro da grande empresa industrial nos anos noventa: impactos da reinserção aos mercados financeiros internacionais, da abertura comercial e da estabilização sobre seus esquemas de financiamento*. Campinas, Dissertação de mestrado, Instituto de Economia da Unicamp, 1999.
- PERROUX, F. O Conceito de Pólos de Crescimento. In Schwartzman (org) *Economia Regional: textos escolhidos*. Belo Horizonte, CEDEPLAR, 1977.

- PLIHON, D. A ascensão das finanças especulativas. *Economia e Sociedade*, Campinas, (5), dezembro de 1995.
- PREBISCH, R. O desenvolvimento da economia da América Latina e alguns de seus problemas principais. In BIELSCHOWSKY, R. (org) *Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL*. Record, 2000a.
- PREBISCH, R. Problemas teóricos e práticos do crescimento econômico. In BIELSCHOWSKY, R. (org) *Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL*. Record, 2000b.
- RESENDE, M.F.C. Crescimento Econômico, Disponibilidade de Divisas e Importações no Brasil: um modelo de correção de erros. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, V. 31, n.2, ago 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.
- RESENDE, M.F.C. Inserção internacional, arranjos financeiros e crescimento da economia brasileira: 1947-2003. João Pessoa, *Anais do XXXII Encontro da ANPEC*, 2004.
- STUDART, R. *Investment finance in economic development*. London, Routledge, 1995.
- TAVARES, M. C. *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro: ensaios sobre a economia brasileira*. Rio de Janeiro, Zahar, 1972.
- TAVARES, M. C. & BELLUZZO, L. G. M. Notas sobre o processo de industrialização recente no Brasil. In BELLUZZO, L.G.M. & COUTINHO, R. (org) *Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise*. São Paulo, Brasiliense, 1983.
- ZYSMAN, J. *Governments, markets and growth: financial systems and the politics of industrial change*. Cornell University Press, 1983.