

# Desenvolvimento Desigual, Arranjos Financeiros e Crescimento da Economia Brasileira: 1947-2003

Marco Flávio da Cunha Resende\*

## RESUMO

Este estudo pretende contribuir com a literatura do desenvolvimento econômico desigual, avançando teoricamente em relação aos determinantes e à dinâmica do desenvolvimento desigual tanto no que diz respeito à categoria financeira, de cunho PósKeynesiano, quanto no que se refere à categoria espacial-tecnológica elaborada em autores Cepalinos e NeoSchumpeterianos. Um segundo avanço proposto refere-se à interpretação PósKeynesiana dos ciclos de crescimento da economia brasileira. Argumenta-se que em função do caráter estrutural de sua vulnerabilidade externa seus ciclos de crescimento são determinados pelos ciclos da liquidez internacional.

**Palavras Chave:** desenvolvimento desigual, arranjos financeiros, crescimento econômico.

## ABSTRACT

This study aims at contributing on the literature of unequal economic development in two ways. Firstly, it attempts to make a theoretical contribution regarding some elements that determine the unequal development: the Post Keynesians financial factors and the NeoSchumpeterians and ECLAC-UN spatial-technological ones. The second contribution is the Post Keynesian interpretation of the determinants of economic growth cycles in Brazil. We argue that growth cycles in Brazilian economy are determined by the international liquidity cycle, due to the nature of its external vulnerability.

**Key-Words:** unequal development, financial arrangements, economic growth.

**Classificação JEL:** R11, R58, F43. **Área ANPEC:** 5–Economia Regional e Economia Agrícola

## 1-Introdução

O estudo do desenvolvimento econômico desigual tem como paradigma os diferenciais de produtividade entre regiões (países), segundo autores de distintos matizes teóricos, tais como Cepalinos, NeoSchumpeterianos e Pós Keynesianos. Neste trabalho procura-se demonstrar que fatores de cunho espacial (tecnológico), elaborados pelas Escolas NeoSchumpeteriana e da Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL), e de cunho financeiro, presentes na literatura Pós Keynesiana, interagem e reforçam-se mutuamente, ensejando uma vulnerabilidade externa estrutural nas economias em desenvolvimento com efeitos sobre seus ciclos de crescimento. Demonstra-se, também, que os ciclos de crescimento da economia brasileira são determinados pelos ciclos da liquidez internacional.

Este trabalho contém seis seções, além desta introdução. Na Seção 2 analisa-se o papel do sistema financeiro internacional no processo de desenvolvimento econômico desigual e, também, a oferta de *finance* e a satisfação da preferência pela liquidez na economia periférica aberta. Na Seção 3 é estudada a relevância do núcleo endógeno de progresso técnico para a superação do caráter estrutural da vulnerabilidade externa da economia periférica. A Seção seguinte demonstra a interação dos vetores financeiro e espacial (tecnológico) e os mecanismos por meio dos quais ela determina na economia periférica uma vulnerabilidade externa de caráter estrutural. Na Seção 5 estudam-se os ciclos de crescimento econômico brasileiros no período entre 1947 e 2003 e sua relação com os ciclos da liquidez internacional. A Seção 6 contém as conclusões do trabalho.

## 2- Economias Monetárias Abertas Desenvolvidas e em Desenvolvimento

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.

---

\* Do CEDEPLAR/Departamento de Economia da UFMG.

Ademais, a oferta de *finance* torna-se mais elástica em relação aos retornos esperados dos investimentos domésticos após a abertura da economia (Dow, 1986/87).<sup>1</sup>

Taxas de retorno de ativos estrangeiros maiores em relação às taxas dos ativos da economia doméstica inibem o influxo líquido de capitais para esta última. Isto deprime a oferta de *finance* e provoca o aumento da incerteza e da preferência pela liquidez na economia doméstica, com efeitos deletérios sobre seu crescimento e seu desenvolvimento.<sup>2</sup>

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, a elevada preferência pela liquidez é satisfeita por meio da demanda por ativos estrangeiros, nessas economias.<sup>3</sup> Isto ocorre devido à crônica escassez de divisas externas na Periferia, resultante da baixa atração que as economias em desenvolvimento exercem sobre os capitais externos, concomitantemente à sua baixa competitividade internacional, *vis-à-vis* as economias desenvolvidas. A escassez de divisas externas nas economias periféricas se traduz em maior vulnerabilidade externa das mesmas e reduz a confiança na estabilidade do valor de suas moedas em relação às moedas dos países centrais, tornando as moedas destes mais líquidas em relação às moedas daquelas.

Portanto, nas economias em desenvolvimento a exacerbação da incerteza e da preferência pela liquidez é mais freqüente relativamente às economias desenvolvidas. Além de desestimular o crescimento econômico, o aumento da preferência pela liquidez pode se manifestar por meio da fuga de capitais.

Uma vez que os fluxos de divisas internacionais afetam a oferta de *finance* das economias, favorecendo aquelas que apresentam os maiores retornos esperados do investimento e maior competitividade, então eles contribuem para aumentar as disparidades entre economias. Isto é, o sistema financeiro internacional não é neutro. Usando a perspectiva de Minsky (1986) num contexto onde as unidades devedoras são países, Dow (1993:168-176) demonstra a natureza distinta da relação das economias periféricas com o sistema financeiro internacional. Os bancos internacionais engajam-se na avaliação de risco soberano. 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 (Dow, 1993:168). 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.

---

<sup>1</sup> 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). A definição e conceitos relacionados à economia monetária de produção estão na literatura Pós Keynesiana. Ver Keynes (1988a), Dow (1985), Davidson (1992), Carvalho (1992), entre outros.

<sup>2</sup> 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).

<sup>3</sup> “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 (1999:154). Dow (1999:156) apresenta os motivos transação, especulação e precaução da demanda por ativos internacionais líquidos.

Em função da crônica escassez de divisas externas na economia periférica, há, no sistema financeiro internacional, uma incerteza relativamente mais elevada sobre sua capacidade em gerar recursos externos. Disto resulta menor disponibilidade de crédito para a Periferia *vis-à-vis* o Centro, afetando seu crescimento econômico.

Entretanto, a explicação de Dow (1986 e 1993) para o argumento de que as economias periféricas apresentariam “persistentemente baixas taxas de retorno do investimento em relação às taxas observadas nas economias desenvolvidas”, não está elaborada. O mesmo problema verifica-se com relação aos motivos para a incerteza relativamente mais elevada dos credores externos sobre a capacidade das economias periféricas em gerar divisas externas e honrar seus compromissos.<sup>4</sup> Dow (1993:159-162) se limita a citar as teorias da dependência e de causação cumulativa para explicar a vulnerabilidade externa dos países não desenvolvidos. Basicamente, a autora se resume ao argumento de que nesses países há “(...) uma super especialização em exportações, freqüentemente no setor primário. O resultado é que as receitas de exportação são altamente elásticas em relação à renda do Centro; há uma tendência para que os termos de intercâmbio se deterioreem em prejuízo do setor exportador primário” Dow (1993:161).<sup>5</sup> Este ponto merece melhor elaboração, tarefa desempenhada na próxima seção.

### **3 - Vulnerabilidade Externa da Economia Periférica**

A relação Centro x Periferia, estudada pela CEPAL, refere-se a um padrão específico de divisão internacional do trabalho:<sup>6</sup> a Periferia produziria bens com demanda mundial pouco dinâmica e importaria bens com demanda doméstica em rápida expansão. Isto é, suas elasticidades-renda da demanda de importações e de exportações seriam maior e menor do que um, respectivamente. Este padrão resultaria em uma vulnerabilidade externa estrutural implicando uma restrição externa ao crescimento econômico.<sup>7</sup>

A superação do subdesenvolvimento e da vulnerabilidade externa da economia periférica se daria por meio da sua industrialização, segundo a CEPAL (Bielschowsky, 2000:25). Todavia, após a industrialização de boa parte da periferia mundial tais problemas não foram superados.

Fanjzylber (1983 e 2000) contribuiu para o debate cepalino argumentando que o subdesenvolvimento da América Latina (AL) decorre de sua incorporação insuficiente do progresso técnico. Uma indústria desprovida de um “núcleo endógeno de dinamização tecnológica” não permite a superação do subdesenvolvimento e da vulnerabilidade externa de uma economia.

O desenvolvimento tecnológico está ligado à indústria de bens de capital, que incorpora materialmente o progresso técnico e é 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 (Fanjzylber, 1983:36).

Deste modo, o parco desenvolvimento da indústria de bens de capital dos países da AL estaria associado à debilidade tecnológica que a caracteriza.<sup>8</sup> Essa debilidade repercute sobre a

---

<sup>4</sup> Minsky (1994), também argumenta que os países em desenvolvimento apresentam déficits “crônicos” no saldo global (isto é, na soma dos saldos) dos itens do balanço de pagamentos referentes a pagamentos de juros, de amortizações e à balança comercial. Todavia, ele também não explica os motivos que levam a esta situação.

<sup>5</sup> Ainda, seria pobre a base de informações sobre economias periféricas e seus projetos de investimento, ajudando a reduzir o influxo de capitais para a Periferia (Dow, 1993:175-176).

<sup>6</sup> Sobre o estudo Cepalino e seu método histórico-estruturalista, ver Bielschowsky (2000).

<sup>7</sup> Tal restrição ao crescimento verifica-se conforme proposto pela Lei de Thirlwall. Sobre esta lei e as experiências latino-americana e brasileira, ver López & Cruz (2000) e Jayme Jr (2003).

<sup>8</sup> Mesmo a indústria brasileira de bens de capital, que é a mais desenvolvida da AL, é competitiva apenas nos bens de capitais convencionais, de reduzida sofisticação tecnológica, apresentando uma participação ínfima nas exportações mundiais desses bens. Além do reduzido grau de complexidade tecnológica, a indústria brasileira de bens de capital se caracteriza, também, pelo seu pequeno grau de integração (Resende e Anderson, 1999; Erber e Chudnovsky, 1998).

competitividade de toda a indústria das economias da AL, principalmente em seus segmentos capital-intensivo. Assim, ela explica o déficit externo estrutural das economias latino americanas (Fajnzylber, 1983).

Ademais, Fajnzylber (1983) aproxima-se da Escola NeoSchumpeteriana e de seu conceito de sistema nacional de inovações.<sup>9</sup> Por núcleo endógeno de dinamização tecnológica ele entende uma infra-estrutura científico-tecnológica estreitamente inserida e vinculada ao aparato produtivo.<sup>10</sup> 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 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.<sup>11</sup> Assim, o desenvolvimento tecnológico e seus efeitos positivos para a economia têm um caráter local, sendo espacialmente localizados. Estas conclusões convergem com a escola NeoSchumpeteriana.<sup>12</sup> Segundo Dosi et alli (1994:33), o desenvolvimento do sistema nacional de inovação e de produção é fundamental para o êxito da aquisição e exploração de novas tecnologias.

Deste modo, o núcleo endógeno de progresso tecnológico denota aumento na: i) diversificação da estrutura produtiva; ii) competitividade da economia. Ambos os fatores estão associados e estimulam as exportações e inibem o coeficiente de importação e, portanto, o grau de vulnerabilidade externa da economia. Nos países onde não há um núcleo tecnológico, a despeito de sua industrialização, há uma tendência intrínseca à pequena diversificação de suas estruturas produtivas. Conseqüentemente, suas

---

<sup>9</sup> Esse conceito foi elaborado nos anos 80 pela literatura NeoSchumpeteriana. “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).

<sup>10</sup> 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).

<sup>11</sup> Na AL, o transplante de técnicas produtivas do Centro, associado, inclusive a importações de bens de capital, “implicou numa via de (sub)desenvolvimento por meio da qual só se exportam recursos naturais, produtos manufaturados cuja produção se apóia em salários excepcionalmente baixos, circunstância inexoravelmente efêmera, e produtos manufaturados caracterizados pela sua fase tecnológica senil, cujos mercados, por definição, apresentam pequenas perspectivas de crescimento” (Fajnzylber, 1983:286-287).

<sup>12</sup> “O desenvolvimento econômico está entrelaçado com mudanças nas instituições que garantem a geração, difusão e exploração do conhecimento tecnológico e com mudanças nas estratégias e organizações das corporações (...) tecnologias não podem ser pegadas na prateleira e simplesmente serem colocadas em uso em algum lugar. Sem investimento infra-estrutural em educação, treinamento, pesquisa e desenvolvimento (P&D), e em outras atividades científicas e tecnológicas, muito pouco pode ser conseguido via aquisição de tecnologias importadas.” Dosi et alli (1994:28-29). Segundo Fagerberg (1994:1156), “tecnologia está encravada em estruturas organizacionais (firmas, instituições, etc.) sendo difícil e caro transferi-la (...) a mudança tecnológica é o resultado conjunto de atividades de inovação e de aprendizado dentro das organizações, especialmente firmas, e da interação entre estas e seus ambientes. A característica cumulativa (path dependent) deste processo é freqüentemente ressaltada. Fatores específicos de um país influenciam, através de vários canais, o processo de mudança tecnológica, dando às tecnologias - e ao processo de mudança tecnológica - de diferentes países um distinto caráter nacional”.

elasticidades-renda da demanda de exportação e de importação tendem a ser inferior e superior à unidade, respectivamente, ensejando uma vulnerabilidade externa estrutural, conforme proposto inicialmente pela CEPAL (Prebisch, 2000:185-189).<sup>13</sup> 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, há uma interação dos vetores espacial-tecnológico e financeiro ensejando uma vulnerabilidade externa de caráter estrutural na Periferia. Conseqüentemente, os ciclos da liquidez internacional tornam-se um determinante decisivo dos ciclos de crescimento da economia periférica, conforme explicado na próxima seção. Pretende-se, com isso, contribuir com a literatura do desenvolvimento econômico desigual, avançando teoricamente em relação aos determinantes e à dinâmica do desenvolvimento desigual tanto no que diz respeito à categoria financeira, de cunho Pós Keynesiano, quanto no que se refere à categoria espacial-tecnológica estudada por cepalinos e NeoSchumpeterianos.

#### **4 – Vulnerabilidade Externa Estrutural e Crescimento na Economia Periférica**

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. Nas economias monetárias prevalece o circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* (Keynes, 1988b, 1988c; Davidson, 1992, Studart, 1995).

Esta instabilidade financeira decorre da natureza de curto prazo do *finance vis-à-vis* a natureza de longo prazo do investimento, do caráter incerto das economias monetárias, além do caráter endógeno do seu sistema financeiro. Na fase ascendente do ciclo econômico o *finance* se amplia, estimulando o investimento e, também, o aumento da fragilidade financeira do sistema (Minsky, 1986). Este processo tem um caráter endógeno em virtude da endogenia da oferta de moeda em economias monetárias.<sup>14</sup>

A fragilidade financeira da economia está associada aos três tipos de unidades endividadas de Minsky (1986): 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. 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.<sup>15</sup> Conseqüentemente, eleva-se a preferência pela liquidez em todo o

---

<sup>13</sup> 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” Dosi (1988). 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.

<sup>14</sup> Sobre a endogenia da oferta de moeda considerada por Keynes, ver, por exemplo, Carvalho (1993). Sobre inovações financeiras, ver, por exemplo, Plihon (1995) e Kregel (1998).

<sup>15</sup> “(...) os mercados financeiros e de bens reagem às oportunidades de lucro por meio de um *boom* de investimentos, e a demanda por financiamento daí decorrente estimula o aumento as taxas de juros. Como resultado, (...) o valor do ativo de

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.<sup>16</sup>

Portanto, a fragilidade financeira ascendente que acompanha o crescimento econômico é determinada endogenamente, e deve ser contida visando a sustentabilidade do mesmo. Este papel é exercido pela poupança, por meio do *funding* realizado no mercado financeiro. Porém, o sistema financeiro e suas características diferem entre economias, implicando níveis distintos de funcionalidade do mesmo para estimular e sustentar o crescimento.<sup>17</sup>

Conforme Zysman (1983), há duas estruturas básicas de sistema financeiro: o sistema baseado no mercado de capitais (SMC) e o sistema baseado no crédito (SC).<sup>18</sup> “O que diferencia os dois tipos de estrutura financeira é a existência (ou não) de mecanismos de *funding*” (Studart, 1995:66).

Studart (1995:71) demonstra que nos países de industrialização tardia prevalecem os sistemas financeiros SC, que evoluíram segundo duas ramificações. Uma dessas ramificações corresponde ao “sistema financeiro baseado no crédito (SC) - dominado por instituições financeiras”, sendo o sistema financeiro alemão seu único exemplo. A outra ramificação é o “sistema financeiro baseado no crédito (SC) - com preços administrados pelo governo”. Nesta variação do modelo, onde o caso japonês é um exemplo, a participação do governo é imprescindível para o estímulo e sustentação do crescimento econômico. O governo viu-se na necessidade de criar suas próprias agências de financiamento de longo prazo e, também, arranjos financeiros visando reduzir os riscos envolvidos nas operações privadas de *finance* de longo prazo (Studart, 1995:74). As estruturas financeiras alternativas aos mecanismos tradicionais de *finance-funding* desse sistema apresentam formatos variados:

“Os bancos universais alemães e a forte intervenção governamental são mecanismos de *finance* (...) para outros países, como o Brasil, o recurso ao lucro inflacionário e ao endividamento externo representa um papel importante para o financiamento da acumulação interna (...) Se os bancos privados e outras instituições financeiras não têm o estímulo competitivo de financiar posições de longo prazo, as firmas recorrerem ao crédito de curto prazo, ao autofinanciamento ou ao endividamento externo para implementar seus projetos de investimento” Studart (1995:75).

Portanto, nas economias periféricas os arranjos financeiros alternativos aos mecanismos tradicionais de *finance-funding* se enquadram no modelo SC, sendo as políticas públicas fundamentais para sua montagem e sustentação. Nesses casos, a política econômica pode ao mesmo tempo viabilizar os arranjos financeiros e se constituir em elemento relevante para a ruptura dos mesmos, provocando a reversão do ciclo econômico. Isto ocorre devido à natureza periférica de uma economia, pois ela resulta em três elementos que se reforçam para criar, ciclicamente, uma pressão para o rompimento dos arranjos financeiros. Esses elementos são:

i) o reduzido grau de progresso técnico e a pequena diversificação da estrutura produtiva das economias periféricas em relação às economias centrais, que denotam tanto uma tendência de elevação de seu coeficiente de importação *vis-à-vis* seu coeficiente de exportação (principalmente nas fases de

---

capital cai abaixo do preço de oferta do investimento (...) Isto tende a forçar as unidades a reduzirem seus investimentos ou venderem suas posições (...) este brusco declínio no preço dos ativos é o que ocorre nos crashes do mercado de ações” Minsky (1986:214).

<sup>16</sup> Para interessante discussão sobre a relação entre o *boom* econômico e a elevação das taxas de juros em Minsky, ver Mollo (1988).

<sup>17</sup> Segundo Studart (1995:64), um sistema financeiro é funcional para o desenvolvimento econômico quando ele “expande o uso de recursos existentes, nesse processo, dentro de um aumento mínimo possível da fragilidade financeira e de outros desequilíbrios que podem deter o processo de crescimento por razões puramente financeiras”.

<sup>18</sup> 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 crédito de longo prazo é satisfeita por meio da oferta de crédito bancário.

ascensão do ciclo econômico), como também, menores taxas de retorno do investimento. Assim, o capital tende a preterir as economias periféricas provocando uma deterioração de seu desempenho externo relativamente ao desempenho externo das economias centrais.<sup>19</sup> A escassez de divisas externas torna-se, então, crônica nas economias periféricas, ensejando nestas uma vulnerabilidade externa;

ii) a baixa capacidade de geração líquida de divisas externas das economias periféricas *vis-à-vis* as do Centro, que confere a elas uma posição especulativa/ponzi no mercado financeiro internacional (do qual participa, inclusive, os atores internos da economia periférica);<sup>20</sup>

iii) a posição especulativa/ponzi da economia periférica, que reforça sua vulnerabilidade externa denotando dois efeitos: eleva a incerteza e a preferência pela liquidez, inibindo o investimento na Periferia relativamente ao Centro; e condiciona sua política econômica afetando seus arranjos financeiros alternativos aos mecanismos tradicionais de *finance-funding*.

Portanto, nas economias periféricas o vetor espacial-tecnológico interage com o vetor financeiro em três dimensões, ensejando uma vulnerabilidade externa de caráter estrutural nessas economias e condicionando seus ciclos de crescimento. Numa primeira dimensão, a crônica escassez de divisas externas na economia periférica, salientada no item (i) acima, induz sua classificação pelo sistema financeiro internacional na categoria especulativa/ponzi - item (ii) acima. Pertencem a esta categoria os países com menor capacidade relativa em gerar o fluxo líquido de divisas externas suficiente para honrar seus compromissos financeiros externos. Assim, o sistema financeiro internacional teria um comportamento assimétrico: nas fases de descenso dos ciclos dos mercados financeiros e de comércio internacionais, isto é, dos ciclos da liquidez internacional, o racionamento de crédito seria mais intenso para as economias especulativas/ponzi, aguçando, ao invés de contornar, sua escassez de divisas externas.<sup>21</sup> A crise cambial que então se instala nessas economias alimenta as expectativas quanto à desvalorização de suas taxas de câmbio e, assim, o aumento da preferência pela liquidez é satisfeito através da demanda de moeda externa, provocando, muitas vezes, fuga de capitais.

As outras duas dimensões de interação do vetor espacial-tecnológico com o vetor financeiro correspondem ao item (iii), acima. Na segunda dimensão, a escassez de divisas externas na economia periférica enseja a contração da oferta de *finance* concomitantemente ao aumento da incerteza quanto ao crescimento econômico e à disponibilidade futura de divisas externas requerida para a solvência do balanço de pagamentos. Esses fatores provocam o aumento da preferência pela liquidez e queda do retorno esperado dos investimentos, elevando a demanda de ativos externos e inibindo a entrada líquida de capitais externos. Deste modo, os investimentos são desestimulados, dificultando-se o desenvolvimento do núcleo tecnológico da economia e seus ganhos de produtividade e de competitividade no ritmo observado nos países desenvolvidos, e assim sucessivamente. Há na periferia, então, um processo de causalção circular que confere à sua vulnerabilidade externa um caráter permanente e, portanto, estrutural.<sup>22</sup>

---

<sup>19</sup> Argumento que se adequa à perspectiva Pós Keynesiana: “A teoria aplica-se tanto espacialmente quanto temporalmente (...) economias com taxas de retorno relativamente baixas, experimentarão contínuas saídas de capitais (...), e a preferência pela liquidez será consistentemente alta” Dow (1986-87:249).

<sup>20</sup> A situação Especulativa/Ponzi aqui considerada não corresponde à situação financeira das firmas domésticas devedoras no mercado internacional, mas, sim, àquela proposta em Dow (1993, cap 11), Paula e Alves Jr. (2000) e Amado (2003): as unidades consideradas são as economias nacionais.

<sup>21</sup> Segundo Davidson (1994:226-228) os ciclos dos mercados financeiros e de comércio internacionais caminham *pari passu*. Na economia mundial, onde 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. 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).

<sup>22</sup> Processos de causalção circular 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 causalção circular no circuito Pós Keynesiano *Finance-Investimento-Poupança-Funding*, onde a preferência pela liquidez relativamente elevada desestimula o

Todavia, embora exista uma tendência de aumento do diferencial de produtividade e de competitividade entre os países centrais e periféricos, os desequilíbrios em conta corrente do balanço de pagamentos da economia periférica, 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 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.<sup>23</sup> 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 periférica é então desnudada e amplificada pelo comportamento assimétrico dos mercados financeiros, aguçando sua escassez estrutural de divisas externas.

Em suma, nos momentos ascensão da liquidez internacional, paralelamente aos resultados positivos do balanço de pagamentos da economia periférica, 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 Periferia, 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 empobrecimento relativo.<sup>24</sup> Uma vez que a manifestação da escassez de divisas externas na Periferia 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 Periferia 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.<sup>25</sup>

Todavia, a interação entre os vetores espacial e financeiro que se manifesta por meio da vulnerabilidade externa da economia periférica e que condiciona seus ciclos de crescimento, não para aí. Essa interação verifica-se ainda em uma terceira dimensão. Na Periferia 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*. O

---

investimento e o desenvolvimento econômico, na Periferia. Assim, as categorias financeira e espacial-tecnológica interagem para explicar o desenvolvimento desigual. Ver detalhes em Resende (2003).

<sup>23</sup> O crescimento econômico é viabilizado, inclusive, pelo afastamento da restrição de divisas externas. Tal restrição está relacionada à Lei de Thirlwall e foi apontado em nota de rodapé da seção anterior.

<sup>24</sup> 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).

<sup>25</sup> 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 da cada economia.



financiamento do crescimento depende, então, da montagem de arranjos financeiros alternativos. Porém, a crônica escassez de divisas externas afeta tais arranjos, necessários para minimizar a ascensão da fragilidade financeira e garantir a sustentabilidade do crescimento econômico periférico.

Portanto, o segundo avanço proposto neste estudo se refere à interpretação Pós Keynesiana dos ciclos da economia periférica. Nesta interpretação, o crescimento da economia onde prevalece o sistema SC pode ser abortado ainda em suas fases iniciais quando o aumento da fragilidade financeira que o acompanha 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 (Studart, 1995).

Tal tese está incompleta. A escassez estrutural de divisas externas na Periferia resulta em crises cambiais crônicas que impõem um ajuste macroeconômico cujos efeitos sobre os arranjos financeiros alternativos eliminam sua funcionalidade para o crescimento, provocando a reversão do crescimento econômico periférico. 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. Assim, os ciclos de crescimento da economia periférica são função dos ciclos de liquidez (ou de preferência pela liquidez) internacional. Este é o argumento central deste artigo, usado na próxima seção para explicar os ciclos de crescimento no Brasil entre 1947 e 2003.<sup>26</sup>

### **5- Ciclos de Crescimento da Economia Brasileira e da Liquidez Internacional: 1947-2003.**

Nesta seção analisam-se os efeitos da vulnerabilidade externa da economia brasileira sobre a funcionalidade do seu sistema financeiro e sobre seus ciclos de crescimento, entre 1947 e 2003.<sup>27</sup>

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* da estrutura SMC, foram montados arranjos financeiros alternativos. Estes sempre corresponderam a três fundos (Cruz, 1994): 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 visando o 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.<sup>28</sup> A montagem de arranjos financeiros mitigava a ascensão da fragilidade financeira que acompanha o crescimento econômico, 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 1957-61, 1967-73, 1976-80 e 1993-97.

<sup>26</sup> Resende (2001) e Barbosa Filho (2002) testaram a hipótese de vulnerabilidade externa da economia brasileira partindo de distintos modelos econométricos. Em ambos os estudos os resultados corroboram a hipótese citada.

<sup>27</sup> 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, tornando a funcionalidade deste fundamental para a sustentabilidade das fases ascendentes dos ciclos de crescimento econômico no Brasil.

<sup>28</sup> 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.

No período de 1947-61 verificou-se um grande ciclo de industrialização - Plano de Metas, 1957/61. O financiamento do investimento durante aquele ciclo dependeu do autofinanciamento complementado pelo acesso a capitais do exterior, no caso das empresas privadas, e dos financiamentos subsidiados do BNDE, no caso das estatais (Cruz, 1994). O *finance* externo não era significativo, embora presente (Studart, 1995:108).

As políticas monetária, de crédito e fiscal, com destaque para o investimento público, eram fonte de demanda efetiva e de pressão inflacionária, viabilizando o aumento de *mark ups* das firmas. Estes eram ainda estimulados pelos sistemas de contingenciamento das importações e de taxas múltiplas de câmbio (Orenstein e Sochaczewski, 1990).

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. 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. 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. 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 fragilidades típicas da economia periférica: tendência à elevação do coeficiente de importação *vis-à-vis* o de exportação durante o seu crescimento e baixa vantagem locacional para o investimento em relação a uma economia do Centro. Ademais, o aumento da incerteza e da preferência pela liquidez que caracteriza as economias subdesenvolvidas, inclusive o aumento da incerteza sobre a disponibilidade futura de divisas externas, foi mitigado, viabilizando elevadas taxas de investimento, naquele período.

Todavia, entre 1957 e 1960 observaram-se déficits no balanço de pagamentos que, embora pequenos, acumulavam-se ano após ano. No início dos anos 1960 as contas externas deterioraram-se rapidamente, ocorrendo forte retração do influxo de capitais autônomos que só seria revertida a partir de 1968 (tabela 1.1). 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).

Porém, nos anos 1960 a vulnerabilidade externa da economia foi exacerbada pelo comportamento dos mercados financeiros internacionais que, ao invés de minimizar a escassez de divisas externas no Brasil, aguçaram-na. Isto sugere o comportamento tipicamente minskyano de tais mercados e o enquadramento da economia brasileira na categoria especulativa/ponzi.

O aumento da inflação e a deterioração das contas externas durante o Plano de Metas induziram a adoção de políticas macroeconômicas restritivas no início dos anos 1960. Estas 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*. De outro, as contas públicas deterioraram-se, afetando o investimento público.<sup>29</sup>

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

---

<sup>29</sup> 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).

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 através da emissão de títulos com correção monetária (ORTNs), além de favorecer a expansão do crédito ao consumidor e para capital de giro (Cruz, 1994:72). A criação do Banco Nacional de Habitação (BNH) em 1964 também estimulou o crescimento da economia. Aliados a esses fatores estavam a política de arrocho salarial – permitindo aumentos de *mark ups* e o controle da inflação – políticas monetária, de crédito e fiscal expansionistas, amplas margens de capacidade ociosa e condições muito favoráveis nos mercados financeiros e de comércio internacionais.

Fatores externos exógenos – crescimento vertiginoso do sistema financeiro (Euromercado) e do comércio internacional, além da melhoria dos termos de troca (Fachada, 1990:18) – aliados a elevadas margens de capacidade ociosa no setor produtivo afastaram a restrição externa ao crescimento, viabilizando a política econômica expansionista. O arranjo financeiro baseado nos fundos internos às empresas, públicos e externos foi, então, funcional para o ciclo de crescimento de 1967-73, sendo o papel do setor externo fundamental nesse processo. A 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 ficava camuflada pelos sucessivos superávits do balanço de pagamentos (tabela 1.1). 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.

A natureza periférica (vulnerável) da inserção externa da economia era evidenciada pela deterioração da balança comercial após 1969 e por déficits em transações correntes que se acumulavam desde 1967, a despeito do excepcional desempenho dos citados fatores externos.<sup>30</sup> De fato, após o choque do petróleo, quando este 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 1.1). 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.<sup>31</sup>

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. O ajuste recessivo necessário para garantir a solvência externa brasileira eliminaria a funcionalidade do arranjo financeiro adotado até 1973. 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, provocando excesso de liquidez internacional

---

<sup>30</sup> Não obstante o quadro externo amplamente favorável aliado às diversas medidas de estímulo às exportações então adotadas, o coeficiente de importação cresceu a taxas superiores ao de exportação (Lago, 1990:276).

<sup>31</sup> "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).

(Gremaud et alli, 2002:522). 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).<sup>32</sup> As políticas salarial, cambial, comercial, fiscal e de crédito favoreciam a elevação dos *mark ups* no setor privado que se apoiava, ainda, no financiamento externo, abundante até o final dos anos 1970.

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.<sup>33</sup>

Assim, 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.<sup>34</sup>

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 permitiam sua absorção pelo setor público, sustentando o crescimento econômico na segunda metade dos anos 1970.<sup>35</sup>

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

---

<sup>32</sup> O financiamento externo seria necessário seja pela escassez de *finance* interno (Stuart, 1995), seja pelo intuito de recompor o nível das reservas externas e melhorar o perfil de amortização (Coutinho e Belluzzo, 1983:162; Oliveira, 1990:58) ou devido à opção de ajustar o balanço de pagamentos a longo prazo em prejuízo do ajuste macroeconômico a curto prazo - *growth-cum-debt* (Carneiro, 1990:300).

<sup>33</sup> “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”.

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

<sup>35</sup> Estes mecanismos eram: i) ciranda financeira; ii) estatização da dívida externa; iii) oferta de *finance* 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.

economia brasileira, refletida no acúmulo de desequilíbrios da balança comercial e em transações correntes, no período em estudo (tabela 1.1).<sup>36</sup> 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, pela conclusão do pacote de investimentos do II PND e pela aceleração inflacionária. O corolário deste quadro foi a desfuncionalidade do arranjo financeiro que sustentava o ciclo de crescimento da economia durante a implementação do II PND: apenas os fundos internos às empresas não foram totalmente desestruturados.

Nos 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 desestruturadas. O crescimento econômico ficou, então, comprometido naquela década.

No início da década seguinte, 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, o coeficiente de autofinanciamento das empresas privadas foi reduzido paralelamente ao crescimento de seu grau de endividamento, principalmente em moeda estrangeira.<sup>37</sup>

Ademais, naquele período o ajuste fiscal e patrimonial do Estado teve início 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.<sup>38</sup> Portanto, na ausência dos mecanismos tradicionais de *finance-funding*, o arranjo financeiro brasileiro permaneceu constituído pelos três fundos usualmente adotados, mas, a composição das fontes de financiamento do investimento se alterou em favor dos recursos externos e dos fundos públicos na década de 1990.<sup>39</sup>

---

<sup>36</sup> 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.

<sup>37</sup> 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).

<sup>38</sup> Cite-se 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).

<sup>39</sup> A mudança na participação dos fundos interno e externo às firmas industriais em seus esquemas de financiamento entre 1985 e 1998 está refletida nas alterações dos seus *mark ups*. Entre 1985 e 1990 o índice do *mark up* médio na indústria cresceu de 96,1 para 113,8 devido à elevação do coeficiente de autofinanciamento das empresas nesse período (Pereira, 1999:56). 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 1980 e 1990 também podem ser identificadas pela participação de recursos de terceiros no financiamento da grande empresa privada. Entre 1980 e 1986, esta participação

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 concomitantemente à retração dos níveis de atividade econômica e dos seus *mark ups*. A partir do Plano Real, tais ganhos de arbitragem permaneceram presentes e, ainda, a apreciação da taxa de câmbio real então observada provocou a desvalorização em termos reais dos estoques de dívidas denominadas em moeda estrangeira, com efeitos positivos sobre a fragilidade financeira do sistema. Ademais, os 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 sobre o crescimento da economia e a rentabilidade das empresas.

Porém, a fragilidade financeira cresceu na economia brasileira após 1994 devido à ampliação de sua vulnerabilidade externa. Esta vulnerabilidade, de caráter estrutural, foi amplificada pelas políticas cambial, monetária e de liberalização comercial e financeira, então adotadas, visto que essas políticas não resultaram em ganhos de *market share* das exportações brasileiras, mas, apenas, em aumentos expressivos dos déficits comerciais (tabela 1.2).<sup>40</sup>

Isto é, devido às deficiências tecnológicas e competitivas da economia brasileira, peculiares à Periferia, tais medidas de política ensejaram o aumento de déficits externos. Os desequilíbrios em conta corrente que se acumulavam em função da política econômica adotada foram compensados a partir da política de elevação contínua das taxas de juros reais domésticas. O aumento dos juros e seu impacto sobre o nível da atividade econômica refletiu-se na 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 nesse período) e externa.

Portanto, a deterioração do setor externo brasileiro após 1994 levou à adoção de uma política macroeconômica que eliminou a funcionalidade, para o crescimento econômico, do arranjo financeiro baseado em fundos públicos e no aumento da participação relativa do crédito externo na composição do financiamento do investimento. Assim, o que se observou nos anos 1990 foi apenas um mini ciclo de investimentos modernizantes no contexto da abertura da economia (Bielschowsky, 1999).

De outro lado, a vulnerabilidade externa da economia brasileira também se evidenciava do ponto de vista dos mercados financeiros internacionais. Seus desequilíbrios em transações correntes sustentavam a percepção da sua condição especulativa/ponzi. O perfil das captações externas das empresas

---

caiu de 57% para cerca de 40%, e atingiu o vale, de 37% em 1991 (Pereira, 1999:69). Em 1996 a participação de recursos de terceiros no financiamento da grande empresa privada já atingia 44%, refletindo o papel da abertura comercial, da apreciação cambial e da estabilização dos preços no estímulo ao uso de fundos externos à firma no financiamento de suas atividades (Pereira, 1999:69).

<sup>40</sup> A vulnerabilidade externa estrutural da economia foi ampliada, também, por fatores externos. No ciclo de expansão da liquidez internacional da década de 1990, verificou-se uma ascensão das finanças especulativas, que aprofundou o caráter interdependente dos mercados financeiros e ampliou a escala da instabilidade e, por conseguinte, de seus efeitos perversos sobre o setor externo das economias nacionais. Neste período, devido ao desenvolvimento dos mercados de derivativos e seus efeitos sobre os processos financeiros especulativos, os fluxos financeiros descolam-se, definitivamente, dos fluxos de comércio internacional, elevando substancialmente o potencial de instabilidade dos mercados financeiros (Plihon, 1995; Amado, 2003).

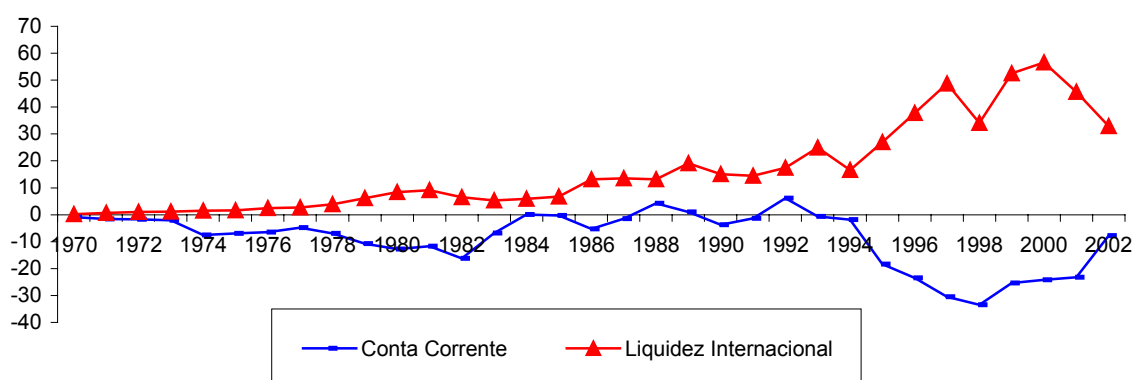
brasileiras, nesse período, sugere tal percepção, visto que se concentrara no curto/médio prazo (Pereira, 1999).

A condição especulativa/ponzi da economia brasileira favoreceu o advento de ataques especulativos contra sua moeda (1997, 1998 e 1999) num período de incerteza e reversão de expectativas no sistema financeiro internacional, amplificando sua vulnerabilidade externa. Em 1999 a crise cambial brasileira resultou na maxidesvalorização da taxa de câmbio. A percepção dos mercados sobre o grau de vulnerabilidade da inserção internacional das economias periféricas 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.

A partir de 1998 o governo empreendeu esforços visando seu ajuste fiscal por meio de superávits primários sistemáticos. Os déficits operacionais e nominais foram reduzidos, mas, a relação dívida interna/PIB aumentou entre 1999 e 2003. Assim, a capacidade de reorganização dos fundos públicos está condicionada ao êxito de reformas tais como a da previdência e a tributária. Quanto aos fundos internos às empresas, políticas monetária e fiscal restritivas e o pífio crescimento econômico observado entre 1999 e 2003, não contribuíram para seu aumento. Ademais, a relevância do papel do Estado para o crescimento da economia brasileira foi acentuada recentemente visto que a abertura comercial e a estabilização de preços reduziram as possibilidades de aumento da participação dos recursos próprios das empresas na composição das fontes de financiamento do investimento, conforme ocorria outrora. A redefinição dos padrões de financiamento do setor público é atualmente requisito imprescindível para a sustentação do crescimento econômico brasileiro.

Portanto, entre 1947 e 2003, o setor externo da economia brasileira teve influência decisiva sobre as fases ascendentes e descendentes dos seus ciclos de crescimento. Nesse processo sempre esteve presente a interação do vetor financeiro com o vetor espacial-tecnológico, quer no âmbito doméstico de constituição de esquemas financeiros que visavam proporcionar funcionalidade ao sistema financeiro brasileiro para o crescimento econômico, quer no contexto do caráter Minskyano (comportamento assimétrico) do sistema financeiro internacional - esta característica dos mercados financeiros externos e da inserção internacional da economia brasileira também pode ser constatada no gráfico 1, visto que, entre 1970 e 2002, quando o nível da liquidez internacional elevava-se, os saldos em conta corrente no Brasil deterioravam-se, e vice-versa.

**Gráfico 1 - Índice da Liquidez Internacional e Saldos em Conta Corrente do Brasil (US\$ bilhões), 1970-2002**



Fonte: Resende e Amado (2004, mimeo). 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)”.

**TABELA 1.1 - BALANÇO 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
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

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



**TABELA 1.2 - BALANÇO DE PAGAMENTOS (em US\$ milhões) – 1992/2002\***

Anos	Balança Comercial	Exportações	Importações	Conta Corrente	Capitais Autônomos	Balanco de Pagamentos
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 Balanço de Pagamentos do FMI (5ª edição, 1993). \*\*Em 1994 a dívida externa foi renegociada com organismos internacionais e seu contrato 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” (“Demonstrativo do Resultado”

## 6- Conclusões

Este estudo pretendeu contribuir com a literatura do desenvolvimento econômico desigual ao demonstrar a interação dos vetores financeiro e espacial-tecnológico e seus efeitos sobre o crescimento econômico, na Periferia. Outro avanço proposto refere-se à interpretação Pós Keynesiana dos ciclos de crescimento econômico brasileiros. Na economia periférica os vetores espacial-tecnológico e financeiro interagem, ensejando uma vulnerabilidade externa de caráter estrutural. Como corolário, há um processo de causação circular no qual a ausência de um núcleo endógeno de geração de tecnologia inibe a entrada líquida de capitais para o país periférico e, também, as decisões de investimento, inviabilizando o desenvolvimento tecnológico e competitivo da economia no ritmo observado nos países desenvolvidos, e assim por diante. Verifica-se, então, maior escassez de divisas externas na Periferia *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 desnudada e amplificada pelo comportamento assimétrico dos mercados financeiros. A conseqüente escassez de divisas externas que então se instala na Periferia manifesta-se por meio de crises cambiais cuja superação passa, em geral, pela depreciação de sua taxa de câmbio real.

Portanto, o grau escassez de divisas externas na economia periférica está relacionado aos ciclos da liquidez internacional, o que torna suas crises cambiais 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 crescimento econômico periférico. Simetricamente, este é estimulado nos períodos de ascensão cíclica da liquidez internacional. Todavia, a interação entre os vetores espacial-tecnológico e financeiro que condiciona os ciclos de crescimento da economia periférica, não para aí.

Na Periferia, o pequeno desenvolvimento do mercado de capitais impõe a constituição de arranjos financeiros alternativos aos esquemas tradicionais de *finance-funding* visando a sustentabilidade do crescimento. Mas, nos períodos de queda cíclica da liquidez mundial a escassez de divisas externas eleva-se na economia periférica, sistematicamente, condicionando sua política econômica. Esta, ao visar a superação de crises cambiais, desestrutura os arranjos financeiros alternativos que mitigam a ascensão da fragilidade financeira do sistema, revertendo a fase ascendente do ciclo de crescimento na Periferia.

No caso brasileiro, os arranjos financeiros alternativos sempre corresponderam aos fundos internos às empresas, aos fundos públicos e aos fundos externos. As fases ascendentes dos ciclos de crescimento da economia no pós-guerra foram viabilizadas pelo seu financiamento originado destes fundos. Foi assim em todos os períodos de crescimento econômico entre 1947 e 2003: 1957-61; 1967-73; 1976-1980 e 1993-97.

Porém, o desempenho dos arranjos alternativos de financiamento do crescimento tem sido sistematicamente afetado pela vulnerabilidade externa da economia brasileira, tornando seu setor externo determinante crucial dos seus ciclos de crescimento. Concomitantemente à elevação da liquidez mundial e aos saldos positivos do balanço de pagamentos da economia verificavam-se desequilíbrios em conta corrente que se acumulavam. Isto ocorreu em quase todos os anos dos períodos 1967-1973; 1976-1980 e 1993-1997. Entre 1957-61 houve acúmulo de déficits em conta corrente e no balanço de pagamentos - o espetacular crescimento da economia naquele período deveu-se ao uso racional das escassas divisas externas no contexto de taxas múltiplas de câmbio. Os anos seguintes a esses períodos foram de queda da liquidez internacional e de crise cambial.

Assim, se nos períodos de crescimento cíclico da liquidez mundial o balanço de pagamentos da economia brasileira foi, em geral, superavitário, mascarando a natureza periférica da sua inserção internacional, a queda do nível da liquidez mundial trazia à tona, de modo crônico, sua vulnerabilidade externa, denunciando seu caráter estrutural. A política econômica induzida pelas crises cambiais desestruturava, via de regra, os arranjos financeiros alternativos adotados, retirando sua funcionalidade para o crescimento econômico brasileiro.

Em suma, entre 1947 e 2003, nos períodos de queda cíclica da liquidez mundial verificou-se intenso racionamento do crédito externo para o Brasil e desestruturação dos arranjos financeiros que financiavam e sustentavam o crescimento da economia. As fases ascendentes dos ciclos de crescimento econômico no Brasil ficavam, então, comprometidas, sugerindo que tais ciclos dependem dos ciclos de liquidez (ou de preferência pela liquidez) internacional.

A superação da vulnerabilidade externa da economia depende da maximização de suas taxas de investimento, sobretudo quando a liquidez mundial está alta, além de mudanças institucionais e de políticas de: controle de capitais, industrial, comercial, educação, ciência e tecnologia, etc, que favoreçam o desenvolvimento tecnológico, os ganhos de competitividade da economia e o próprio investimento. Maximizá-lo e implementar tais medidas de política exige o uso racional das escassas divisas externas no âmbito da constituição de arranjos financeiros alternativos. Portanto, o papel do Estado é crucial nesse processo. Seu êxito, entretanto, depende da superação definitiva de sua crise fiscal-financeira. Desde a queda drástica da participação dos fundos públicos no financiamento (direto e indireto) do crescimento da economia brasileira, nos últimos vinte e cinco anos, esta não alcançou mais do que espasmos esporádicos de crescimento.

Quando a implementação das citadas medidas de política reduz a vulnerabilidade externa da economia, num contexto de elevada liquidez internacional, a funcionalidade do arranjo financeiro voltado para o crescimento da economia é otimizada, ampliando-se o ciclo de investimentos e de crescimento econômico, com efeitos positivos sobre os ganhos de produtividade e, em última instância, sobre a competitividade da economia cuja antítese é sua vulnerabilidade externa.

### **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. 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*, n. 44, Chile, 1999.
- CARNEIRO, D. Crise e esperança: 1974-1980. In Abreu, M.P. (org) *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro, ed. Campus, 1990.
- 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.
- 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, 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, 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. & CHUDNOVISKY, El Impacto del MERCOSUR sobre la Dinámica del Sector de Máquinas Herramientas, set. 1998, mimeo.
- 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, F. *La Industrialización Trunca de América Latina*. México, Nueva Imagem, 1983.
- FAJNZYLBER, F. Da Caixa preta ao Conjunto Vazio. In BIELSCHOWSKY, R. (org) *Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL*. Record, 2000.
- FAGERBERG, J. Technology and international differences in growth rates. *Journal of Economic Literature*, v. 32, September, 1994.
- GREMAUD, A.P.; VASCONCELLOS, M.A.S. & TONETO JÚNIOR, R. *Economia brasileira contemporânea*. São Paulo, Atlas, 2002.
- JAYME Jr. F G Balance-of-payments-constrained economic growth in Brazil. *Revista de Economia Política*, v. 23, n.1, (89), Janeiro-Março, 2003.
- 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.
- KREGEL, J. *The past and the future of banks*. Roma, ed Bancaria, Quaderni di Ricerche, n.21, 1998.
- 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.
- LÓPEZ, J.G. & CRUZ, A.B. Thirlwall's Law and Beyond: the Latin American experience. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2000.
- 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, dez, 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.
- MOLLO, M.L.R. & AMADO, A.M. Globalização e blocos regionais: considerações teóricas e conclusões de política econômica. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 31, n.1, 2001.
- 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, M. & 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*. 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), dez, 1995.
- PREBISCH, R. Problemas teóricos e práticos do crescimento econômico. In BIELSCHOWSKY, R. (org) *Cinqüenta Anos de Pensamento na CEPAL*. Record, 2000.
- 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. & ANDERSON, P. Mudanças estruturais recentes na indústria de bens de capital. Belo Horizonte, *Nova Economia*, v. 9, n. 2, dezembro, 1999.
- 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.