

**Universidade Federal de Alfenas
Instituto de Ciências Sociais Aplicadas-ICSA**

Rafael Henrique Souza Santos

**LIQUIDEZ INTERNACIONAL E CICLO REFLEXO: UMA ANÁLISE PARA O
COMPORTAMENTO DOS CICLOS ECONÔMICOS DO BRASIL, ARGENTINA E
MÉXICO ENTRE 2003 E 2020**

Varginha - MG

2022

Rafael Henrique Souza Santos

**LIQUIDEZ INTERNACIONAL E CICLO REFLEXO: UMA ANÁLISE PARA
O COMPORTAMENTO DOS CICLOS ECONÔMICOS DO BRASIL, ARGENTINA E
MÉXICO ENTRE 2003 E 2020**

Trabalho de Conclusão de Piepex
apresentado ao Instituto de Ciências Sociais
Aplicadas da Universidade Federal de
Alfenas, como requisito parcial à obtenção
do título de Bacharel em Ciência e
Economia. Orientador (a): Bernardo Pádua
Jardim de Miranda

Varginha - MG

2022

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Liquidez internacional e saldos em conta corrente e em capitais autônomos de 2003 a 2020 com ano base 2003 - Argentina.....10

Gráfico 2 - Liquidez internacional e saldos em conta corrente e em capitais autônomos de 2003 a 2020 com ano base 2003 - Brasil.....10

Gráfico 3 -Liquidez internacional e saldos em conta corrente e em capitais autônomos de 2003 a 2020 com ano base 2003 - México.....11

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO ENTRE A LIQUIDEZ INTERNACIONAL E O SALDO EM CONTA CORRENTE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS -2003 A 2020

.....11

TABELA 2 - COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO ENTRE A TAXA DE VARIAÇÃO DA LIQUIDEZ INTERNACIONAL REAL (MÉDIA MÓVEL) E A TAXA DE VARIAÇÃO DO PIB REAL DE VÁRIOS PAÍSES - 2003 A 2020

.....12

TABELA 3 - COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO ENTRE A LIQUIDEZ INTERNACIONAL E O SALDO NA CONTA CAPITAIS AUTÔNOMOS DO BALANÇO DE PAGAMENTOS - 2003 A 2020

.....13

TABELA 4 - COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO ENTRE O ÍNDICE DA LIQUIDEZ INTERNACIONAL E O SALDO NO BALANÇO DE PAGAMENTOS - 2003 A 2020

.....13

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| LISTA DE GRÁFICOS | 3 |
| LISTA DE TABELAS | 4 |
| 1. INTRODUÇÃO | 1 |
| 2. REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO | 2 |
| 2.1 ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO E SEUS FUNDAMENTOS | 3 |
| 2.2 A TEORIA DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY E SUA APLICAÇÃO ÀS ECONOMIAS ABERTAS | 5 |
| 3. ANÁLISES PARA O PERÍODO DE 2003 A 2020 | 9 |
| 4. CONSIDERAÇÕES FINAIS | 14 |
| 5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 15 |

Resumo: O presente trabalho tem como objetivo analisar a permanência do caráter cíclico e reflexo das economias periféricas para o período de 2003 a 2020. Assim, para o desenvolvimento deste trabalho foi utilizado como base o trabalho Resende e Amado (2007) que adaptaram a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky (1986) que inicialmente foi desenvolvida para economias fechadas para economias abertas. Para alguns dos dados analisados para o período de 2003 a 2020 apresentaram resultados distintos do trabalho de Resende e Amado (2007) que indica que para este período não corroboram com as explicações apresentadas por estes autores.

Palavras-chave: Liquidez internacional, Ciclo reflexo, Brasil, Argentina, México

1. INTRODUÇÃO

Minsky (1986) desenvolveu sua Teoria sobre a Hipótese da Instabilidade Financeira, a qual estabelece que o problema da instabilidade financeira em economias fechadas é a dificuldade das economias em refinanciar suas dívidas. Tal dificuldade se torna mais aparente quando em períodos de ascensão da economia faz com que os bancos ávidos por outras formas de maximizar os lucros passem a se atentar mais para os agentes econômicos com fluxos de caixas mais instáveis, oferecendo rendimentos maiores para compensar um maior risco.

Assim, quando paira um otimismo na economia, há uma ampliação da oferta de créditos para os agentes econômicos que possuem estruturas financeiras especulativas e ponzi, ensejando uma melhora da economia. Entretanto, tal otimismo reduz as margens de segurança na concessão de crédito e forma um quadro de fragilidade financeira, podendo criar situações de instabilidade e reversão nas expectativas empresariais, revertendo, assim, o processo de crescimento (MARTINS, 2019).

Trabalhos recentes (ARESTIS; GLICKMAN, 2002; RESENDE, 2005; PAULA; ALVES JR., 2000; LOPEZ, 1997) têm procurado aplicar esta linha de análise ao sistema financeiro internacional, tratando os países como unidades econômicas, próximas à categorização sobre vulnerabilidade desenvolvida por Minsky. Deste modo, a causa das crises econômicas e financeiras dos países estaria associada não apenas à dificuldade de refinanciamento, como também à capacidade de gerar divisas externas que permitam este refinanciamento (RESENDE; AMADO, 2007).

Resende e Amado (2007), tendo como base esta teoria e a hipótese de que a estrutura produtiva e o sistema financeiro das economias periféricas aumentam a dependência de seu ciclo de crescimento em relação à sua receita externa, que por sua vez está atrelada ao comportamento do sistema financeiro internacional, demonstraram que os ciclos de crescimento das economias periféricas se comportam de modo reflexo aos ciclos da liquidez internacional. Para tanto, analisaram empiricamente os ciclos das economias do Brasil, México e Argentina entre 1970 e 2002.

O presente trabalho tem como objetivo analisar a permanência do caráter cíclico e reflexo das economias periféricas para o período de 2003 a 2020. Assim, para o desenvolvimento deste trabalho foi utilizado como base o trabalho Resende e Amado (2007) que adaptaram a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky (1986) que inicialmente foi desenvolvida para economias fechadas para economias abertas.

Para tanto, este trabalho está estruturado em 2 seções, além desta introdução e das considerações finais. A segunda seção apresenta o referencial teórico que aborda, especialmente, a caracterização das economias monetárias de produção e o desenvolvimento da teoria da instabilidade financeira para economias abertas. A seção 3 analisa os ciclos econômicos de Brasil, Argentina e México entre 2003 e 2020, procurando identificar se tais ciclos se comportaram de modo reflexo aos ciclos da liquidez internacional.

2. REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO

Os trabalhos do Minsky a partir dos anos 80 traz algumas contribuições importantes para a compreensão sobre o funcionamento das crises financeiras como por exemplo a Hipótese da Instabilidade Financeira de 1986. Para este autor, o aumento da fragilidade é uma decorrência do processo de financeirização que consiste na flexibilização da legislação para que os fluxos de capitais possam circular livremente (MINSKY, 2010). Este processo de financeirização levou nos anos 90 às crises financeiras do México (1994), Tailândia (1997) , Brasil (1999) e Rússia (1998) (MUNHOZ, 2010).

Para a visão ortodoxa o motivo para este processo de liberalização permitiria que fluxos de capitais circulasse livremente para tornando mais eficiente os mercados e acabaria por neutralizar os efeitos causados pelo aumento de preços gerados pelo por estes Estados quando buscasse o autofinanciamento (MOLLO; AMADO, 2001). Deste modo, quando os Estados buscam se financiar por meio do aumento da sua emissão de moeda, leva a uma redução do valor da moeda e consequência reduz retornos sobre os investimentos que geram uma fuga de capitais. Ao mesmo tempo que a liberdade reduz as distorções causadas por barreiras impostas pelos Estados que dificultam o acesso a crédito para as economias em desenvolvimento, que necessitam desse acesso a esta oferta de crédito para sustentar seu processo de desenvolvimento (MOLLO; AMADO, 2001).

Para a ortodoxia, os agentes econômicos dos países desenvolvidos buscam alocar os seus recursos nos países subdesenvolvidos em decorrência de que estes países possuem maiores oportunidades de investimento com níveis expressivos de produtividade marginal do capital permitindo uma geração de maiores nos níveis de rentabilidade (WILLIAMSON, 1996 apud MOLLO; AMADO, 2001).

Quanto aos países subdesenvolvidos por não possuir uma oferta de Funding¹ em uma quantidade que satisfaz as necessidades internas. Buscam nesta flexibilização atrair fluxos de capital advindos do setor externo para compensar tal deficiência gerando condições para sustentar seu processo de industrialização e desenvolvimento. Além disso, buscam também atrair recursos com objetivo de compensar desequilíbrios existentes na balança de pagamento por conta de déficits crônicos² na conta de transações³. Entretanto, com a livre mobilidade de capital leva em momentos de otimismo as economias comportarem em suas estruturas financeiras em maior quantidade projetos que possuem um fluxo de caixa mais instável. O que acarreta uma maior exposição destas economias a instabilidade e conseqüentemente a crises (RESENDE; AMADO, 2007).

Portanto, a compreensão dos movimentos dos ciclos de liquidez é um fator decisivo para o entendimento da economia global e das relações assimétricas entre as economias centrais (desenvolvidos) e países periféricos (subdesenvolvidos).

2.1 ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO E SEUS FUNDAMENTOS

Dentro da teoria Keynesiana a moeda desempenha um papel central porque rompe com a ideia da teoria clássica de que a moeda é uma simples intermediadora de troca. Para Keynes, a moeda tem um carácter especial dentro das economias capitalistas por ter a capacidade de afetar o lado real das economias via preferência pela liquidez dos agentes nos momentos de incerteza. Este fenômeno ocorre devido algumas características das economias monetárias de produção, que será descrita a seguir, que conduz a não neutralidade da moeda no curto e no longo prazo (RESENDE; AMADO, 2007).

Estas características das economias monetárias de produção inicialmente estabelecidas por Keynes em seu trabalho denominado de Tratado sobre a moeda e que posteriormente, estes conceitos foram condensados por Davidson (1984) e mais tarde por Cardim de Carvalho (1992) em 6 princípios para caracterizá-las. Os princípios propostos por Cardim de Carvalho

¹ Dentro da teoria Keynesiana o Finance compreende um processo de investimento de curto prazo direcionado para os ofertantes de bens de investimento concretizar seus compromissos para a produção dos ativos, sendo uma necessidade de crédito de forma mais imediatista. Enquanto que o Funding compreende o lado dos demandantes de ativos de capital que necessita de um montante considerável de capital para sua realização e um alto risco envolvido no empreendimento. E além disso, como os bens de investimentos possuem um longo tempo de maturação para entrar em operação faz com que o prazo de financiamento do investimento tenha que ser maior devido à própria natureza da atividade econômica (MARTINS, 2019).

² Os déficits crônicos são a contração de dívidas de curto prazo nas contas de serviço e comercial que somente é sustentada por aumentos constantes nas taxas de juros para financiá-la. Este comportamento leva a uma perda constante de reservas e leva a uma depreciação nas taxas de câmbio (MINSKY, 1994 apud RESENDE E AMADO, 2007).

³ A conta de transações correntes compreende o saldo das contas comerciais, serviços e transferências unilaterais cotadas em dólar com outros países.

são: 1) **Produção**, 2) **Dominância Estratégica**, 3) **Temporalidade das Atividades Econômicas**, 4) **Não Ergodicidade**, 5) **Não Pré-conciliação dos Planos**, 6) **Moeda** (MARTINS, 2019).

O Princípio da Produção diz que o foco dos agentes econômicos é obter lucros monetários, pois o futuro é incerto, o que leva a uma impossibilidade de escolher uma cesta de bens ótima, conforme previsto pela teoria clássica. Portanto, os agentes têm como objetivo terminar o processo produtivo com mais moeda do que quando o iniciou (MARTINS, 2019).

O Princípio da Dominância Estratégica se refere a um comportamento do funcionamento da economia onde existe uma assimetria de poder decisório no processo produtivo. Que permite que as firmas concentrem maior poder na tomada de decisão, o que resulta do fato de o capital em comparação com o trabalho possuir uma escassez mais elevada que causa um desequilíbrio no poder decisório conferindo às firmas uma dominância na tomada de decisão do processo produtivo (CROCCO, 2010 apud MARTINS, 2019).

A temporalidade das atividades econômicas se refere à ideia de que a decisão de produzir é anterior ao ato de vender. Assim, a ideia de temporalidade se expressa numa premissa de que deve haver uma expectativa de demanda futura para se produzir (MARTINS, 2019).

O princípio da não ergodicidade está ligado à irreversibilidade do tempo. Implica dizer que as informações obtidas no passado não podem ser usadas como base para formular previsões futuras, já que o tempo afeta o ambiente em que estas decisões foram tomadas, o que torna único aquele momento na história. O que leva a uma impossibilidade de uma construção de uma função de distribuição probabilidade para associá-la a cada evento (DEQUECH, 1999; RESENDE; TERRA, 2017; SHACKLE, 1959 apud MARTINS, 2019).

O princípio da não pré-conciliação dos planos considera que na presença da incerteza fundamental, as decisões são tomadas com base em expectativas, e instituições são criadas para minimizar tais incertezas, com o objetivo de socializar perdas e reduzir os riscos de cada agente individual (MARTINS, 2019).

Por fim, a moeda. Por conta das três características que ela possui faz com que tenha uma condição especial dentro do sistema econômico. A primeira propriedade é o meio de troca, intermediador das trocas, por conta da estabilidade de seu valor permite ser usado como parâmetro para as transações comerciais e além disso, permite que as operações de compra e venda possam ser feitas em datas diferentes (MARTINS, 2019; CARDIM DE CARVALHO et al, 2007). A unidade de conta surge por consequência de duas Propriedades da moeda que são: elasticidade de produção e elasticidade de substituição nula.

A elasticidade de produção nula significa dizer que o valor para se produzir uma unidade a mais de moeda é menor que o valor por unidade produzida de bem que se pode comprar com essa moeda (MARTINS, 2019).

A elasticidade da substituição nula diz que os agentes econômicos não irão trocar a moeda por outros ativos quando o preço da moeda aumenta, pois a taxa de juros expressa o valor da moeda. Portanto, quanto mais a taxa de juros aumenta, maior é a satisfação dos agentes econômicos em reter mais moeda (CARDIM DE CARVALHO, 1992 apud MARTINS, 2019).

Estas duas propriedades permitem à moeda possuir maior estabilidade, o que leva os agentes a utilizar a moeda como referência para criar contratos, leva a ser uma unidade de conta. Consequentemente permite que seja reserva de valor em razão uma certa estabilidade ao longo do tempo do seu valor e a liquidez que ela expressa (CARDIM DE CARVALHO, 1992 apud MARTINS, 2019). Como existe uma incerteza fundamental e o tempo é histórico faz com que em momentos de grande insegurança quanto ao futuro, os agentes econômicos aumentem a preferência pela liquidez para se protegerem quanto às situações atípicas.

Estes seis princípios são a base de uma economia monetária de produção e possibilitam o entendimento de que a moeda não é neutra nem no curto e nem no longo prazo, o que implica que seu comportamento pode afetar as variáveis reais da economia.

2.2 A TEORIA DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY E SUA APLICAÇÃO ÀS ECONOMIAS ABERTAS

Minsky (2010) em sua análise primeiro estabelece três tipos de fluxo de caixa: fluxo de renda, fluxo de balanço patrimonial e fluxo da carteira de títulos. O fluxo de renda diz respeito aos fluxos de moeda provenientes de salários e lucros brutos independente se é do setor público ou privado que gera um circuito de renda. Segundo são os fluxos de balanço patrimonial que se referem aos fluxos de caixa proveniente do pagamento de juros e principal. O fluxo de caixa de carteira de títulos refere-se aos compromissos com os pagamentos de compra e venda de ações e títulos que permite criar um circuito gerando caixa pelo processo de transformação de bens de investimento em ativos de capital.

Minsky (2010) parte dos processos de fluxo de caixa para poder explicar as posições financeiras que as unidades financeiras podem encontrar para determinar o grau de vulnerabilidade. Ou seja, quão instáveis são as suas gerações de fluxos de caixas em decorrência das oscilações do mercado. Foram estabelecidos por ele três tipos de posições financeiras: Hedge, Especulativo e Ponzi.

O posicionamento Hedge se qualifica como a estrutura mais sólida dentre as três, dado que neste tipo de posição de financiamento os fluxos de caixa esperados são constantes e suficientes para honrar todos os compromissos em todo o período e além disso, o tamanho da dívida não é tão grande para comprometer a quitação do montante devido (MINSKY, 2010).

A postura especulativa é a postura onde os fluxos de caixa esperados durante alguns períodos não são suficientes para pagar o juro e principal, o que leva os agentes a conseguirem honrar os compromissos devidos necessitando fazer o uso de rolagem da dívida para conseguirem pagar (MINSKY, 2010).

Já a postura financeira Ponzi, assim como a postura Especulativa, em alguns períodos os fluxos de caixa esperados não são suficientes para o pagamento da dívida, mas como a situação se deteriora por conta do pagamento dos juros que cresce em taxas cada vez maiores, uma forma para refrear uma explosão da dívida seria refinar sua dívida. Esta medida também permite que o agente consiga ajustar os prazos de pagamento da dívida permitindo que tenha condições para pagá-la (MINSKY, 2010).

Estas duas últimas posturas são dependentes das condições do ambiente dos negócios, pois depende das expectativas do mercado quanto ao futuro do ambiente dos negócios que podem ser favorecidas ou agravadas diante de um ambiente de maior ou menor incerteza (MINSKY, 2010).

Minsky (2010) diz que as posturas são estruturas flexíveis podendo se alterar ao longo do tempo, por exemplo, uma estrutura Especulativa pode se tornar Ponzi e vice-versa dependendo das instabilidades dos fluxos de caixa. O problema das fragilidades financeiras, segundo Minsky (2010), nas economias fechadas surgem como uma consequência dos desequilíbrios entre os Finance e Funding.

Ou seja, os bancos no momento de crescimento econômico na busca de outras formas de ampliar seus lucros desenvolvem inovações financeiras para fugir das restrições impostas pelo Banco Central. Assim, amplia o fornecimento de crédito a projetos com posturas financeiras mais frágeis (Especulativa e Ponzi), pois acreditam que os devedores terão condições de financiar seus gastos por conta do período de ascensão da economia. Entretanto, esta situação é passageira já que ela depende das expectativas destes agentes econômicos que podem reverter mediante a sinalização de incertezas quanto ao futuro (MINSKY, 2010).

Assim, à medida que a economia cresce, a demanda por moeda aumenta, o que eleva naturalmente a taxa de juros. O que leva os projetos com posturas Especulativas e Ponzi somente possam se manter estáveis nos períodos onde as expectativas do mercado são

otimistas. Porque estes tipos de posturas são afetadas pelo estado de humor do mercado já que ele impacta diretamente nos custos de refinanciamento dos compromissos (MINSKY, 2010).

A postura que era especulativa se torna Ponzi pela dificuldade de pagar os encargos com o juros. À medida que as incertezas quanto ao futuro aumentam faz com que haja uma diminuição dos empréstimos pelo fato de os bancos estarem mais criteriosos no financiamento de novos projetos, o que afeta a oferta de crédito. Por conseguinte, cria um aumento dos custos de financiamento acarretando uma dificuldade para refinar suas dívidas para conter a explosão dos juros e conseguir reajustar os prazos e conseqüentemente, leva a um colapso do sistema financeiro (MINSKY, 2010).

A teoria inicialmente elaborada por Minsky tinha como proposta analisar economias fechadas, mas pesquisadores como Resende e Amado (2007) ampliaram esta teoria fazendo algumas modificações para que ela se adequasse às economias abertas.

Assim, para estes autores o problema das economias abertas além das dificuldades com refinanciamento das dívidas é a geração de divisas para fazer frente às necessidades dos compromissos. Esta restrição de divisas ocorre por conta de alguns fatores: o primeiro ponto é devido a própria estrutura produtiva pouco diversificada como dito pelas correntes Cepalinas (Comissão Econômica para a América Latina) que faz com que tenha fluxo de receitas provenientes das exportações sejam muito instáveis em decorrência às oscilações nos preços das commodities (RESENDE; AMADO, 2007).

O segundo ponto está relacionado com o fato que estes países possuem sistemas financeiros pouco desenvolvidos para produzir Funding que seja capaz de suprir suas demandas internas. Assim, buscam no setor externo uma forma de suprir esta demanda. Como o fluxo de caixas de receitas de exportações desses países são instáveis o que faz com que em vários momentos tenham problemas para honrar seus pagamentos em moeda estrangeira e assim, sofrem de uma restrição de oferta de crédito mais aguda, por serem conhecidos no cenário internacional por possuírem naturalmente o seus fluxos de caixas carácter Especulativos (RESENDE; AMADO, 2007).

Entretanto, nos momentos de ascensão da economia mundial as restrições de créditos dos países periféricos são amenizadas devido ao otimismo internacional. Assim, nos períodos de ascensão econômica mundial os bancos e instituições internacionais através das inovações acumulam uma grande liquidez. E que associada por uma melhora do cenário internacional induz os países periféricos a uma melhora nas suas exportações que faz com que haja uma receita maior de divisas (RESENDE; AMADO, 2007).

Isso leva os bancos e instituições financeiras internacionais na busca de encontrar novas formas de gerar lucro passam a olhar os países periféricos com uma maior simpatia. Pelo fato de que mesmo sendo estas economias naturalmente instáveis a melhora do cenário mundial cria um otimismo de que estes países terão condições de honrar seus compromissos. Deste modo, este excesso de liquidez nos países centrais é compartilhado com os países periféricos que passam a ter uma melhora no seu balanço de pagamento e fontes de financiamento de longo prazo para seus projetos, desafogando alguns entraves de suas economias causados principalmente pelos déficits crônicos na conta transações corrente e pela falta de um sistema financeiro nacional desenvolvido capaz de fornecer em uma quantidade satisfatória de Funding (RESENDE; AMADO, 2007).

Para os pesquisadores Resende e Amado (2007) existe um comportamento cíclico e reflexo das economias periféricas para com as economias centrais. Já que este otimismo que permite uma ampliação do crédito na periferia não perdura para sempre, pois à medida que a demanda se amplia para fazer frente às necessidades da economia faz com que o preço da moeda se eleve e, conseqüentemente, gera uma elevação no custo de abrir mão da liquidez.

Desta maneira, à medida que o tempo passa aumenta incerteza quanto ao futuro que passa a ser cada vez mais turvo. Como as expectativas dos agentes são fundamentadas em convenções que são subjetivas, faz com que algo que outrora era um otimismo se converta em um ambiente de mal-estar e insegurança, o que leva a uma interrupção abrupta de fornecimento de crédito. Ao interromper o fornecimento de crédito leva estas economias periféricas que normalmente possuem posições financeiras especulativas se tornarem no crash financeiro Ponzi pelo fato de não conseguirem rolar suas dívidas, comportamento Minskyano (Cíclico) (RESENDE; AMADO, 2007).

Assim, como estes países possuem uma restrição de crédito muito grande leva a uma dependência da contratação de crédito externo nos períodos de expansão do crédito internacional para compensar suas deficiências. E a financeirização gerada no processo de globalização acaba por ser um amplificador dos efeitos econômicos. Portanto, o caráter reflexo surge do fato das economias periféricas imitarem o comportamento da liquidez internacional onde nos períodos de alta liquidez faz com que a restrição de crédito se reduza levando uma melhora nestas economias. Enquanto, nos períodos de baixa liquidez se restrinja o crédito o que leva uma piora nestes países (RESENDE; AMADO, 2007).

3. ANÁLISES PARA O PERÍODO DE 2003 A 2020

Resende e Amado (2007) buscaram adaptar a teoria do Minsky sobre a hipótese de instabilidade financeira para as economias abertas. Assim, o propósito do trabalho deles era apresentar por meio das contas do balanço de pagamento a relação de dependência das economias periféricas dos ciclos de expansão da liquidez para estabilizar suas economias.

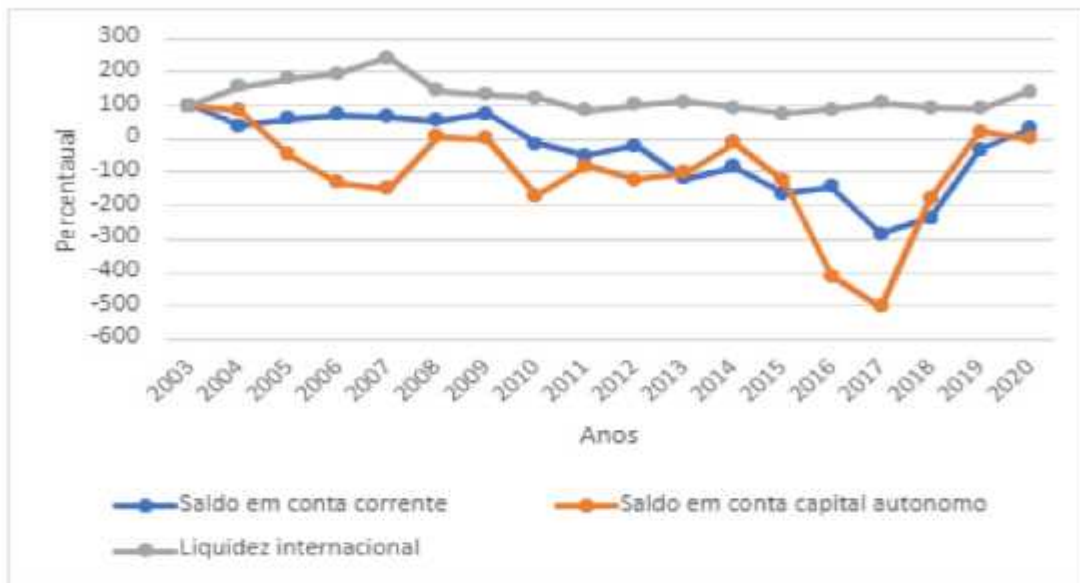
A escolha dos países Argentina, Brasil e México como objeto de estudo foi feita segundo as constatações encontradas inicialmente pelos autores Simonsens e Cysne (1995) sobre uma relação inversa entre o passivo externo líquido e a conta corrente do balanço de pagamento. E os autores Resende e Amado (2007) encontraram uma correlação do comportamento destas variáveis com as oscilações da liquidez internacional.

Os gráficos⁴ (1 a 3) a seguir apresentam os comportamentos da Argentina, Brasil e México das contas corrente e capital autônomo e da liquidez internacional para verificar se há um caráter reflexo destas economias⁵. No trabalho de Resende e Amado (2007) foi marcado por um comportamento reflexo onde podia observar claramente que as oscilações da liquidez internacional afetaram o comportamento da conta capital autônomo que gerava uma apreciação da moeda nacional que conseqüentemente afetava a conta corrente. Para o período de 2003 a 2020 esta relação não pode ser observada. Já que os gráficos (1 a 3) e as tabelas (1 e 3) parecem indicar que estas variáveis acompanham o comportamento da liquidez internacional, de forma positiva. Ou seja, a relação inversa entre os saldos em conta capital e saldos em conta corrente encontrados por estes dois autores não pode ser observada para o período subsequente.

GRÁFICO 1 - LIQUIDEZ INTERNACIONAL E SALDOS EM CONTA CORRENTE EM CAPITAIS AUTÔNOMOS DE 2003 A 2020 COM ANO BASE 2003 - ARGENTINA

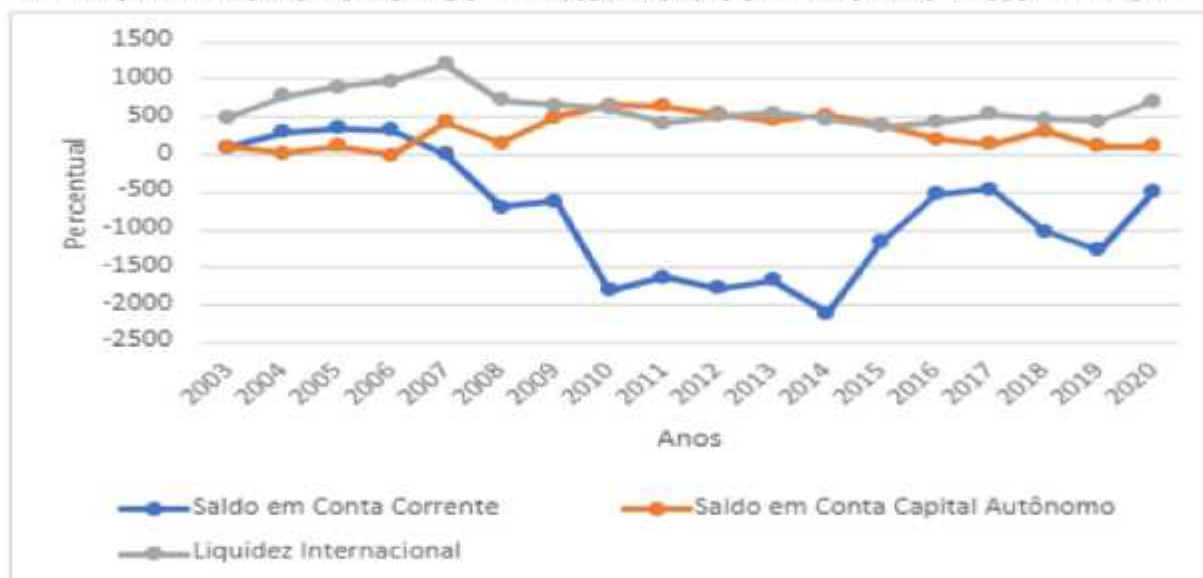
⁴ Para fazer os cálculos fora admitido que o "K" é apenas uma marcação que indica uma mudança de metodologia e não afeta o comportamento das variáveis. Assim, o "K" é retirado dos valores sem fazer qualquer tipo de operação. O problema com o "K" somente ocorreu para o México, Argentina no ano 2006 e para o Brasil em 2010.

⁵ Os dados foram retirados do Banco Mundial e Fundo Monetário Internacional (FMI) e foram deflacionados com os Índices de Preços ao Produtor (PPI) da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento (OECD) Total com ano base 2015. Para fazer o cálculo da liquidez internacional (variável Proxy) foram utilizados módulo da somatória do ativo e passivo nas rubricas: investimento direto, portfólio e derivativo do balanço de pagamento das sete maiores economias (G7). Os países que compõem o G7 são: Estados Unidos, Canadá, França, Itália, Japão, Reino Unido e Alemanha. Já para o saldo da conta de capitais autônomos foram utilizados a somatória do ativo e passivo das seguintes rubricas do balanço de pagamento: investimento direto, portfólio e derivativos do balanço de pagamento.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados de International Financial Yearbook (FMI); Organização para a Cooperação e Desenvolvimento (OECD)

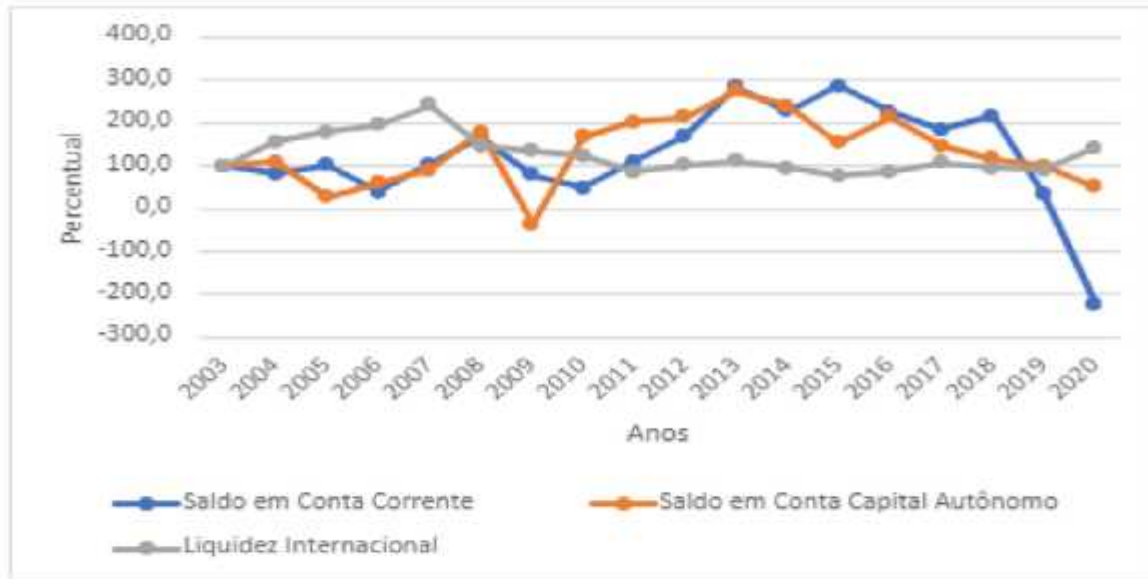
GRÁFICO 2 - LIQUIDEZ INTERNACIONAL E SALDOS EM CONTA CORRENTE E EM CAPITAIS AUTÔNOMOS DE 2003 A 2020 COM ANO BASE 2003 - BRASIL ⁶



Fonte: Elaboração própria com base nos dados de International Financial Yearbook (FMI); Organização para a Cooperação e Desenvolvimento (OECD)

GRÁFICO 3 - LIQUIDEZ INTERNACIONAL E SALDOS EM CONTA CORRENTE E EM CAPITAIS AUTÔNOMOS DE 2003 A 2020 COM ANO BASE 2003 - MÉXICO

⁶ Para o caso do Brasil foi necessário ampliar a Liquidez Internacional em 5 vezes com a finalidade de manter a escala.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados de International Financial Yearbook (FMI); Organização para a Cooperação e Desenvolvimento (OECD)

Para o período de 2003 a 2020 houve uma redução no nível da correlação entre a liquidez internacional e os saldos em conta corrente como se pode observar pela Tabela 1. As correlações de Argentina, Brasil e México obtiveram uma mudança brusca de comportamento que passaram de -0,57; -0,71 e -0,49 para 0,59; 0,64 e 0,39, respectivamente. O que implica dizer que o comportamento da conta corrente acompanha oscilações da liquidez internacional. O que parece indicar um desacordo com o argumento apresentado por Resende e Amado (2007) de que quando a liquidez internacional se elevasse faria com que os passivos externos líquidos destes países se ampliasse acarretando uma valorização da moeda que causaria uma perda de competitividade, indicando que existiria uma relação positiva entre as oscilações da liquidez e o grau de vulnerabilidade desses países. Que muitas vezes poderia ficar oculta nos períodos de ascensão da economia mundial em virtude de uma ampliação de crédito causados pelo aumento da liquidez internacional que ajudaria a compensar os desequilíbrios dos déficits crônicos.

TABELA 1 - COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO ENTRE A LIQUIDEZ INTERNACIONAL E O SALDO EM CONTA CORRENTE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS -2003 A 2020

| Argentina | Brasil | México | Estados Unidos | Canadá | França | Alemanha | Itália | Japão | Reino Unido |
|-----------|--------|--------|----------------|--------|--------|----------|--------|-------|-------------|
| 0,59 | 0,64 | 0,39 | -0,82 | 0,71 | 0,23 | -0,22 | -0,40 | 0,50 | 0,16 |

Fonte: Elaboração própria com base nos dados de International Financial Yearbook (FMI); Organização para a Cooperação e Desenvolvimento (OECD)

A tabela 2 demonstra uma relação positiva entre a taxa⁷ de variação da liquidez internacional e a taxa de crescimento do PIB para a Argentina, Brasil e México (0,51; 0,25 e 0,70 respectivamente) e como se pode observar os coeficientes de correlação para os países centrais possuem valores igualmente expressivos. Para os pesquisadores Resende e Amado (2007) os valores mais expressivos das economias periféricas indicariam uma maior dependência da liquidez internacional dado que estes países necessitaria uma maior absorção de recursos para manter a sua estabilidade econômica e, enquanto, os valores encontrados pelos países centrais têm valores menos expressivos do que os países periférico indicaria uma menor dependência do ciclos de expansão da liquidez para manter a estabilidade econômica. Os dados encontrados para o período de 2003 a 2020 indicam que existe uma alta dependência de todos os países quanto aos ciclos de expansão da liquidez (com exceção do Brasil que fora encontrado um valor 0,25; o menor valor encontrado dentre todos).

TABELA 2 - COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO ENTRE A TAXA DE VARIAÇÃO DA LIQUIDEZ INTERNACIONAL REAL (MÉDIA MÓVEL) E A TAXA DE VARIAÇÃO DO PIB REAL DE VÁRIOS PAÍSES - 2003 A 2020

| Argentina | Brasil | México | Estados Unidos | Canadá | França | Alemanha | Itália | Japão | Reino Unido |
|-----------|--------|--------|----------------|--------|--------|----------|--------|-------|-------------|
| 0,51 | 0,25 | 0,70 | 0,67 | 0,56 | 0,66 | 0,42 | 0,64 | 0,55 | 0,71 |

Fonte: Elaboração própria com base nos dados de Banco Mundial; Organização para a Cooperação e Desenvolvimento (OECD)

As correlações entre a liquidez internacional e saldo da conta capital autônomo no trabalho de Resende e Amado (2007) para a Argentina, Brasil e México foram de 0,28; 0,70 e 0,18 no presente trabalho (Tabela 3) para os três países permanecerem positivos, entretanto, houve uma queda no caso da Argentina (0,14) e Brasil (0,28). Enquanto que para o México houve um aumento que foi para 0,50. Os países centrais as correlações do Estados Unidos, Alemanha, Itália e Japão obtiveram valores negativos (foram respectivamente -0,56; -0,41; -0,26; -0,44) e dois fato importante que merece atenção: o primeiro é o caso dos Estados Unidos que no trabalho do Resende e Amado (2007) obteve um valor positivo. A justificativa dada por estes autores para o valor positivo dos Estados Unidos é em virtude do seu papel no cenário internacional como provedor de liquidez onde o comportamento do seu saldo em conta capital acompanha o movimento da liquidez internacional. O que é intrigante aqui é o

⁷ A utilização da taxa para o cálculo da correlação entre a Liquidez Internacional e o PIB segundo Resende e Amado (2007) foi para evitar a correlação espúria. Para o cálculo da média móvel utilizada a soma de dois períodos é dividido por 2. Enquanto que para transformar esta média móvel em taxa de variação foi utilizado a diferença entre dois períodos e dividido pelo período anterior.

fato de 2003 a 2020 se comportar de forma contrária. O segundo se refere ao comportamento do Canadá e França que obtiveram valores positivos (respectivamente 0,39 e 0,52) que no trabalho destes autores foram encontrados valores negativo indicando que nos períodos de ascensão da economia mundial os países centrais apresentam déficits em conta capital autônomo e superávit, demonstrando uma relação inversa entre liquidez internacional e saldo em conta capital autônomo. Entretanto, ao observar o comportamento para o período de 2003 a 2020 pode-se observar um comportamento contrário ao encontrado por eles também.

TABELA 3 - COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO ENTRE A LIQUIDEZ INTERNACIONAL E O SALDO NA CONTA CAPITAIS AUTÔNOMOS DO BALANÇO DE PAGAMENTOS - 2003 A 2020

| Argentina | Brasil | México | Estados Unidos | Canadá | França | Alemanha | Itália | Japão | Reino Unido |
|-----------|--------|--------|----------------|--------|--------|----------|--------|-------|-------------|
| 0,14 | 0,28 | 0,50 | -0,56 | 0,39 | 0,52 | -0,41 | -0,26 | -0,44 | 0,26 |

Fonte: Elaboração própria com base nos dados de International Financial Yearbook (FMI); Organização para a Cooperação e Desenvolvimento (OECD)

As correlações entre a liquidez⁸ internacional e o balanço de pagamento da Tabela 4 demonstra que para o Brasil e Argentina (0,48 e 0,58 respectivamente) existe uma relação positiva com um comportamento semelhante ao encontrado no período do primeiro ciclo que vai da década de 70 a mais ou menos ao início da década de 80. Que para este período segundo Resende e Amado (2007) seriam resultantes do comportamento Minskyano da economia global e das deficiências competitivas estruturais destas economias. Enquanto o México (-0,09) apresentou um valor negativo indicando um comportamento que se assemelha aos resultados encontrados ao segundo ciclo do trabalho de Resende e Amado (2007) que para este período teria as suas causas relacionadas do processos de financeirização da suas economia que permitiu com que os fluxos de capitais possam circular de forma mais livres que torna as economias periféricas mais sensíveis às oscilações do mercado financeiro.

TABELA 4 - COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO ENTRE O ÍNDICE DA LIQUIDEZ INTERNACIONAL E O SALDO NO BALANÇO DE PAGAMENTOS - 2003 A 2020

| Argentina | Brasil | México |
|-----------|--------|--------|
| 0,48 | 0,58 | -0,09 |

⁸ Para o cálculo do índice de Liquidez Internacional foi dividido toda a série pelo ano de 2015. A escolha deste ano foi arbitrária.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados de International Financial Yearbook (FMI); Organização para a Cooperação e Desenvolvimento (OECD)

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo analisar a permanência do caráter cíclico e reflexo das economias periféricas para o período de 2003 a 2020. Assim, para o desenvolvimento deste trabalho foi utilizado como base o trabalho Resende e Amado (2007) que adaptaram a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky (1986) que inicialmente foi desenvolvida para economias fechadas para economias abertas.

E com isso, verificar para o período recente, se as economias periféricas tendem a possuir um comportamento reflexo aos países centrais, que em períodos de expansão econômica conseguem reduzir suas restrições de créditos oxigenando suas economias com fontes externas de finance gerando condições para que suas economias possam suprir a demanda por funding ensejando o desenvolvimento econômico.

Para estes autores, o problema da restrição externa e fragilidade destas economias periféricas são causadas pela suas altas dependências do mercado externo para estabilizar suas economias, o que leva nos períodos de baixa do setor externo a uma forte restrição de crédito, culminando muitas vezes em recessão ou baixo crescimento econômico. Além disso, suas economias por conta de uma forte abertura da sua conta capital faz com que sejam afetadas fortemente pela especulação financeira, agravando ainda mais sua estabilidade econômica.

Para alguns dos dados analisados para o período de 2003 a 2020 apresentaram resultados distintos do trabalho de Resende e Amado (2007) que indica que para este período não corroboram com as explicações apresentadas por estes autores. Para compreender o porquê da mudança de comportamento se faz necessário mais estudos.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO MUNDIAL. **World Development Indicators**. Disponível em: GDP growth (annual %) | Data (worldbank.org). Acesso em 16 de set.2022.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. et al. **Economia monetária e financeira**. Editora Campus, 2ª Edição, 2007.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Balance of Payments Analytic Presentation**. Disponível em: <https://data.imf.org/regular.aspx?key=62805740>. Acesso em 09 de abr.2022.

KEYNES, John Maynard. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. Saraiva Educação SA, 2017.

MARTINS, Nildred Stael Fernandes. **Padrão de financiamento e o ciclo da economia brasileira de 2004-2016**. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, 2019.

MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma economia instável**. Novo Século, 1ª Edição, 2010.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg; AMADO, Adriana M. **Globalização e blocos regionais: considerações teóricas e conclusões de política econômica**. Estudos Econômicos (São Paulo), v. 31, n. 1, p. 127-166, 2001.

MUNHOZ, Vanessa da Costa Val. **Vulnerabilidade externa no Brasil: ensaios sobre fluxos internacionais de capitais, instabilidade financeira e controle de capitais**. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, 2010.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO. **Producer price indices (PPI)**. Disponível em: <https://data.oecd.org/price/producer-price-indices-ppi.htm#indicator-chart>. Acesso em 09 de abr.2022

RESENDE, Marco Flávio da Cunha; AMADO, Adriana Moreira. Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 27, n. 1, p. 41-59, 2007.