

FLUXOS DE CAPITAIS NA AMÉRICA DO SUL E CRESCIMENTO ECONÔMICO: UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE POUPANÇA EXTERNA E INVESTIMENTO

Rodrigo Alves Teixeira*
Daniela Freddo**

RESUMO

Neste artigo, objetiva-se examinar a relação entre os fluxos de capitais e a dinâmica do investimento nas economias da América do Sul. Os países analisados foram escolhidos de acordo com o volume do produto interno bruto (PIB), em paridade de poder de compra (PPC): Brasil, Argentina, Colômbia e Venezuela. Sob a perspectiva das contas nacionais, relaciona-se o saldo de transações correntes com a demanda agregada dos países correspondentes e verifica-se a conexão entre aquele saldo, que mostra a capacidade ou necessidade de financiamento externo, e a formação bruta de capital fixo (FBCF). Nota-se que o fluxo de poupança externa para a América do Sul foi mais significativo na década de 1990. No entanto, não é possível generalizar que a poupança externa foi acompanhada por uma elevação da FBCF, pois houve, neste período, substituição da poupança externa pela interna em alguns países e também instabilidade dos fluxos de capitais, que conduziram a crises financeiras. No ciclo de crescimento de 2003 a 2008, o crescimento da poupança interna acompanha a expansão da FBCF, e isso pode ter contribuído para o menor contágio da crise financeira mundial nos países considerados.

Palavras-chave: investimento; crescimento econômico; poupança externa.

ABSTRACTⁱ

This paper aims to exam the relation between capital flows and investment's dynamics on South-American economies. The countries analyzed were chosen regarding the amount of the Gross Domestic Product (GDP), by parity purchasing power: Brazil, Argentina, Colombia and Venezuela. Under the perspective of the National Accounts, using the Gross Disposable Income, it is analyzed the relation between the Current Account and the Aggregate Demand on those countries. More specifically, it will be focused on the dynamics of gross fixed capital formation, therefore the Current Account of the Balance-of-Payments corresponds to external savings, with the signal in reverse. The paper's hypothesis is that external savings were important in financing the investment on the South-American countries in the 1990's decade. However, it's not possible to generalize this hypothesis to all countries, since there were, in this period, external savings replacing internal savings in some countries and instability in the external flows, which conducted to several financial crises. In the growth cycle from 2003 to 2008, the internal savings' growth follows the investment's expansion which created the objective conditions to avoid a bigger fall of those economies in the 2008's world financial crisis.

Keywords: gross fixed capital formation; economic growth; external savings.

JEL: E00, E20.

* Diretor-adjunto da Diretoria de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea.

** Mestre em Teoria Econômica pela Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), doutoranda em Economia na Universidade de Brasília (UnB) e bolsista do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) do Ipea.

i. As versões em língua inglesa das sinopses desta coleção não são objeto de revisão pelo Editorial do Ipea.
The versions in English of the abstracts of this series have not been edited by Ipea's publishing department.

1 INTRODUÇÃO

Neste artigo, objetiva-se examinar a relação entre os fluxos de capitais e a dinâmica do investimento dos países da América do Sul ao longo das décadas de 1990 e 2000. As economias analisadas são aquelas que apresentam o maior Produto Interno Bruto (PIB), em termos de paridade de poder de compra (PPC) na região: Brasil, Argentina, Colômbia e Venezuela.

A metodologia apoia-se nas contas nacionais, relacionando o saldo em transações correntes (TC), ou a poupança externa, com a demanda agregada dos países correspondentes, por meio da Renda Disponível Bruta (RDB).

Neste contexto, uma ampla literatura trata da relação entre poupança externa, investimento e crescimento econômico, concentrando-se em duas vertentes principais: a ortodoxa, que defende a liberalização financeira e o uso da poupança externa para o aumento dos investimentos, e a heterodoxa, que busca mostrar como a liberalização financeira, ao menos nos países periféricos, pode conduzir à fragilidade financeira e à instabilidade, reduzindo o investimento e o crescimento.¹

Dentro da vertente ortodoxa, destacam-se os trabalhos de McKinnon (1973) e Shaw (1973). Estes autores desenvolveram a proposição conhecida como a “tese da repressão financeira”. Sob essa perspectiva, a liberalização financeira permitiria que os países mais pobres, com escassez de poupança e juros mais elevados, recebessem fluxos de capitais dos países ricos, os quais poderiam direcionar seu excesso de poupança para opções mais rentáveis nas economias subdesenvolvidas. Tais fluxos financiariam o desenvolvimento, permitindo superar tanto a escassez de poupança quanto a restrição externa dos países periféricos.

Na literatura heterodoxa, argumenta-se contrariamente à abertura financeira irrestrita, pois esta conduziria aos seguintes riscos: *i*) elevação do grau de vulnerabilidade externa e a instabilidade macroeconômica, conduzindo a crises financeiras (bancárias e/ou cambiais), devido à assimetria entre as moedas no sistema monetário internacional (Prates, 2005b); e *ii*) pode levar à substituição da poupança interna pela externa, em um contexto de apreciação cambial, gerada pelo ingresso de capital, em que a poupança externa teria como contrapartida o aumento do consumo doméstico e não do investimento (Bresser-Pereira, 2004; French-Davis, 2004).

Sob a perspectiva deste debate e por meio da análise das contas nacionais, investiga-se a relação entre poupança externa e investimento, nas últimas duas décadas para os países selecionados. Na segunda seção, delinea-se um panorama do recente ciclo de crescimento dos países em desenvolvimento em geral e da América do Sul em particular. Na terceira, desenvolve-se a análise individualizada das relações entre a poupança externa e o investimento nos países selecionados da região, focando as principais mudanças de médio e de longo prazo. Na quarta e última seção, apresentam-se as considerações finais.

2 O CICLO RECENTE DE CRESCIMENTO NA AMÉRICA DO SUL

A partir de 2003, os países em desenvolvimento passaram a apresentar taxas de crescimento significativamente mais elevadas do que os países desenvolvidos, especialmente, quando se compara com o período 1991-2002.

1. Para uma resenha da literatura sobre crises financeiras, no campo da ortodoxia, ver Prates (2005a), e para uma resenha da literatura heterodoxa, ver Prates (2005b).

Os países da América do Sul seguiram este movimento, ainda que com taxas de crescimento um pouco abaixo da média dos desenvolvidos, como mostra a tabela 1.

TABELA 1

Taxas de crescimento do PIB
(Em %)

	1991-2002	2003-2008	2009	2010	2011
Argentina	2,6	8,5	0,9	9,2	8,9
Bolívia	3,5	4,5	3,4	4,1	5,1
Brasil	2,5	4,2	-0,3	7,5	2,7
Chile	5,8	4,7	-1,0	6,1	6,0
Colômbia	2,6	5,2	1,7	4,0	5,9
Equador	2,4	5,3	0,4	3,6	4,8
Paraguai	1,7	4,6	-3,8	15,0	4,0
Peru	3,8	7,0	0,8	8,8	6,9
Uruguai	1,9	5,2	2,4	8,9	5,7
Venezuela	1,4	7,5	-3,2	-1,5	4,2
Países desenvolvidos (a)	2,7	2,3	-3,7	3,3	1,6
Países em desenvolvimento (b)	3,9	7,3	2,8	7,5	6,2
(b) – (a) (p.p.)	1,2	5,0	6,5	4,2	4,6
América do Sul (c)	2,6	5,3	-0,1	6,5	4,6
(c) – (a) (p.p.)	-0,1	3,0	3,6	3,2	3,0

Fontes: Banco Mundial e Fundo Monetário Internacional (FMI). Elaboração dos autores.

Para os países da América do Sul em conjunto,² o crescimento médio anual foi de 5,3% em 2003-2008, 3 pontos percentuais (p.p.) acima da taxa média dos desenvolvidos, a qual foi de 2,3%. Estes países distanciaram-se da média do período anterior (1991-2002), quando ambas as regiões cresceram praticamente à mesma taxa, 2,7% e 2,6%, respectivamente. A diferença entre as taxas de crescimento dos países em desenvolvimento e dos desenvolvidos chegou a 5 p.p. no segundo período, ao passo que era de 1,2 p.p., na década anterior.

Em 2009, após o pico da crise financeira mundial em 2008, enquanto os países desenvolvidos permaneciam em recessão (queda de 3,7%), as economias em desenvolvimento cresceram 2,8% em 2009, 7,5% em 2010, e 6,2% em 2011. A América do Sul apresentou queda de 0,3% em 2009, mas acompanhou a trajetória daqueles países, com crescimento de 6,5% em 2010 e 4,6% em 2011.

Em 2011, os países desenvolvidos apresentaram nova desaceleração em consequência da crise na área do euro, e a diferença entre as taxas de crescimento destes e as dos países em desenvolvimento tornou a crescer, alcançando 4,6 p.p. As diferenças significativas na taxa de crescimento dos países desenvolvidos e em desenvolvimento ao longo da última década têm suscitado debates a respeito da possibilidade de haver convergência das rendas *per capita* entre estes grupos. Outras teses argumentam sobre a possibilidade de haver um descolamento do dinamismo dos países em desenvolvimento em relação ao mundo desenvolvido.

Na década de 2000, ocorre forte redução das dívidas pública e externa como proporção do PIB, como também um robusto acúmulo de reservas internacionais por todos os países da América do Sul, graças à elevada liquidez internacional, à melhora dos termos de troca e à queda do risco soberano da maioria destes

2. Não se consideram nessa análise Guiana Francesa e Suriname, pela dificuldade de se encontrar dados.

países. Por outro lado, os influxos de capitais conduziram à apreciação das moedas nacionais e aos déficits em conta-corrente. Objetiva-se analisar se estes déficits foram acompanhados de maior expansão do investimento ou do consumo agregados. Ou seja, se o investimento foi financiado pela poupança externa, ou se esta apenas substituiu a poupança interna, que caiu pelo aumento do consumo.

A seguir, investigam-se dados econômicos das quatro maiores economias sul-americanas já mencionadas (Brasil, Argentina, Colômbia e Venezuela), a fim de estabelecer as relações entre o investimento e a poupança externa.

3 ANÁLISE DAS ECONOMIAS SUL-AMERICANAS SELECIONADAS

Nesta seção, busca-se examinar os dados macroeconômicos, das contas nacionais e do balanço de pagamentos das maiores economias da região nas últimas duas décadas.

A metodologia utilizada apoia-se nas contas nacionais, mais precisamente, na RDB das economias selecionadas. Esta é dada pelo PIB mais o saldo da balança de rendas (BR) e o saldo das transferências unilaterais correntes (TUC): $RDB = PIB + BR + TUC$.

A demanda agregada é dada pela soma do consumo privado doméstico (C), o consumo do governo (G) e o investimento (I), este último sendo a soma da formação bruta de capital fixo (FBCF) e a variação nos estoques. A partir destas definições, a identidade macroeconômica das contas nacionais pode ser escrita, a partir da RDB, como: $RDB \equiv C + I + G + TC$.

Definindo a poupança bruta doméstica (S) como sendo a diferença entre a RDB e a soma das despesas com consumo das famílias (C) e governo (G), temos que: $S = I + TC$, ou $S - I = TC$.

Se o investimento doméstico supera a poupança doméstica, o saldo negativo em TC indica a necessidade de financiamento externo do país. O saldo de TC com sinal invertido é chamado de poupança externa.

Cumpra esclarecer que a análise não pressupõe uma determinação causal, por exemplo, a de que maior poupança gera maior investimento. No sistema de contas nacionais, a identidade entre investimento e poupança (interna mais externa) é uma tautologia, ou seja, deriva das próprias definições destes conceitos, especialmente na medida em que a igualdade entre oferta e demanda agregadas é assegurada pela inclusão dos estoques, junto com a FBCF, no investimento.

Quando se afirma, neste artigo, que a poupança externa pode auxiliar a “financiar” a FBCF, não se quer dizer que a poupança preceda o investimento. Considera-se apenas que, se em um ano considerado, o investimento doméstico for maior do que a poupança doméstica e, portanto, houver déficit em TC, este nível de investimento superior só terá sido possível pelo aumento da poupança externa, quer pelo ingresso de capitais, quer pela redução das reservas internacionais.

Caso não houvesse o ingresso de capitais ou volume suficiente de reservas internacionais disponíveis, o déficit externo não teria sido possível, e o maior investimento como proporção do produto só poderia ser obtido com a redução da parcela do consumo privado ou do governo no produto, ou seja, com o aumento da poupança interna como proporção do produto.

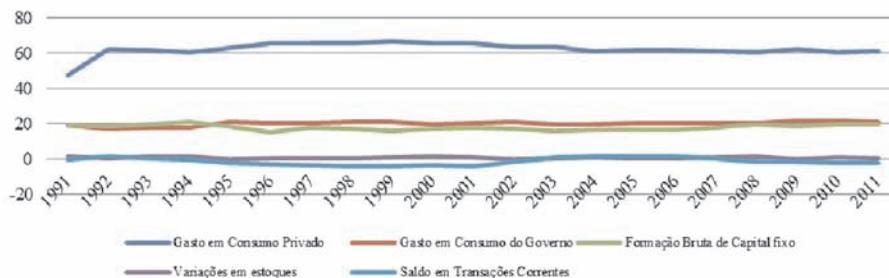
É apenas neste sentido que se considera a poupança externa ou a poupança interna como sendo um recurso para o financiamento do investimento, ou seja, apenas partindo da identidade contábil, sem atribuir uma noção de causalidade, uma vez que esta não se faz necessária para a análise.

3.1 Brasil

A identidade da RDB é demonstrada no gráfico 1, em que os componentes da demanda agregada interna brasileira e o saldo em TC estão em porcentagem da RDB (a soma destes dados é 100%).

GRÁFICO 1

Brasil: componentes da demanda interna e saldo em TC
(Em % da RDB)



Fonte: FMI. Elaboração dos autores.

Obs.: Imagem cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para publicação (nota do Editorial).

Os dados permitem visualizar diferenças estruturais entre os períodos 2003-2008 e 1991-2002. Com relação à participação do consumo privado, nota-se nos anos 1990 uma clara elevação. Desconsiderando-se o período recessivo no início dessa década, a participação do consumo privado saltou de 60,4% em 1994, início do Plano Real, para 66,7% em 1999, ano em que começa a cair, após a crise russa. Nos anos 2000, o consumo estabilizou-se ao redor de 61%-62%. No período recente, ainda que o modelo de crescimento, de acordo com as análises conjunturais de curto prazo, tenha sido puxado pelo consumo, isso não tem se refletido num aumento do consumo privado, como proporção da RDB.

O consumo do governo apresentou estabilidade ao redor de 20% da RDB, nas últimas duas décadas, nos anos de 2009 e 2010, elevou-se para 21,5%, devido às políticas anticíclicas adotadas no período.

A FBCF apresentou mudanças importantes sob a ótica do longo prazo. De um pico de 21% em 1994, com a euforia do plano de estabilização, a FBCF caiu sistematicamente até o piso de 15,7% em 2003, devido ao impacto da crise sobre a economia brasileira, a qual apresentou elevada vulnerabilidade externa em face das diversas turbulências na economia mundial no período. A partir daí, há uma retomada que a elevou para 19,6% em 2011.

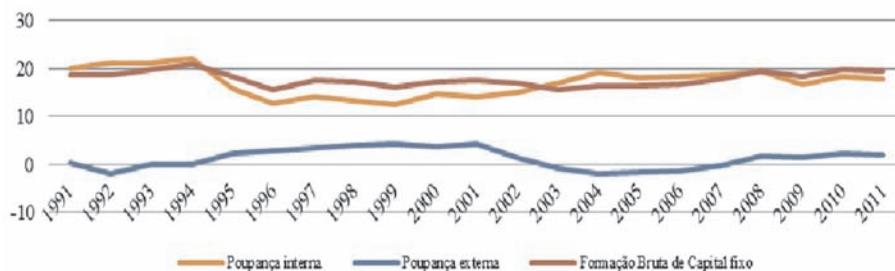
Em relação ao saldo em TC, nota-se uma tendência de déficits no período 1994-2002, os quais correspondem à elevação do consumo privado, indicando um processo de endividamento externo com elevação do consumo e redução do investimento. Ou seja, a poupança externa representada pelos déficits em TC não foi contrapartida de uma expansão dos investimentos, e sim do consumo. De 2003 a 2007, a economia brasileira voltou a apresentar superávits em conta-corrente, inicialmente pela depreciação da taxa de câmbio e, subsequentemente, pelo chamado efeito-China, que elevou rapidamente o preço das *commodities* exportadas, as quais mais do que compensaram a posterior apreciação cambial. Desde 2008, o país volta a apresentar déficits externos, pelo aumento do déficit na balança de serviços e de rendas.

No período de 2003 a 2007, é interessante notar, pelo gráfico 2, que a poupança externa se tornou negativa. Entretanto, a FBCF elevou-se persistentemente. Isso significou um importante aumento da poupança bruta doméstica neste período (a poupança bruta doméstica define-se pela diferença entre a RDB e os gastos do consumo privado e do governo; ou a diferença entre a FBCF e a poupança externa).

GRÁFICO 2

Brasil: poupança bruta doméstica, poupança externa e FBCF

(Em % da RDB)



Fonte: FMI. Elaboração dos autores.

Obs.: Imagem cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para publicação (nota do Editorial).

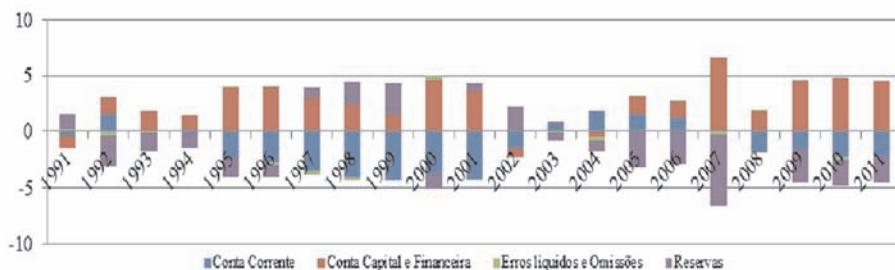
No período de 1994 a 1999, nota-se a queda acentuada da poupança interna de 22,2% para 12,4%, e o aumento da poupança externa. No período de 1994 a 2002, observa-se a queda da FBCF, apesar dos ingressos de poupança externa, o que pode ser explicado pela ocorrência da substituição da poupança interna pela externa. Este processo de substituição pode ocorrer quando o ingresso de capitais via conta financeira aprecia a taxa de câmbio, eleva o consumo de importados e reduz a poupança doméstica. Nessas condições, a abertura financeira e a atração de poupança externa não são acompanhadas pela elevação do investimento, mas sim do consumo. Esse parece ter sido o caso brasileiro na década de 1990.

Já no segundo período, de 2003 a 2008, a poupança externa caiu e tornou-se negativa, enquanto a poupança interna se elevou e superou a FBCF, que também estava em trajetória de crescimento. Apesar de a poupança externa ter sido negativa, houve fortes ingressos de capitais no país no período mais recente, conforme o gráfico 3.

GRÁFICO 3

Brasil: saldos das contas do balanço de pagamentos

(Em % do PIB)



Fonte: FMI. Elaboração dos autores.

Obs.: Imagem cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para publicação (nota do Editorial).

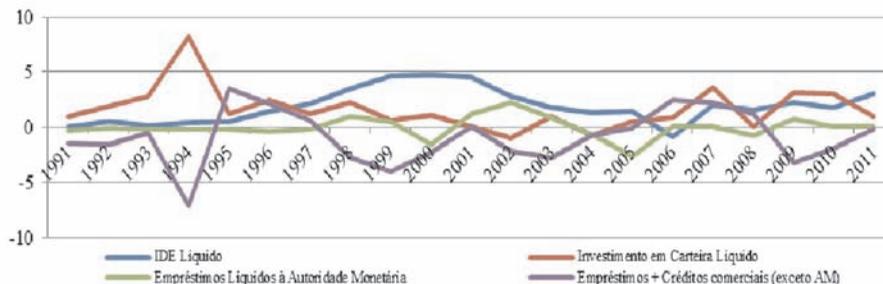
Ignorando os erros e omissões, a poupança externa deve ser igual ao saldo da conta capital e financeira (CCF) subtraída a variação das reservas. Ou, de forma alternativa, pode-se dizer que o saldo dos ingressos de capital pela CCF pode ser usado como poupança externa (na medida em que financia o déficit em TC) ou para acumular reservas. Pela análise do gráfico, explicita-se que parcela expressiva dos ingressos da CCF, no período de 2003 a 2011, serviu para financiar o aumento das reservas internacionais, especialmente entre os anos de 2007 a 2011.

O gráfico 4 detalha os componentes da conta financeira (CF) no período recente.

GRÁFICO 4

Brasil: componentes da CF

(Em % do PIB)



Fonte: FMI. Elaboração dos autores.

Obs.: Imagem cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para publicação (nota do Editorial).

Nota-se que o Investimento Direto Externo (IDE) esteve em queda desde a crise de 2001-2002, em razão do contágio da crise Argentina e das eleições presidenciais no Brasil. O IDE tornou-se negativo em 2006 (cerca de -1% do PIB), e desde então passou a se recuperar mesmo após um breve recuo entre 2009 e 2010, devido à crise internacional – até atingir o pico de 3% do PIB em 2011. Houve também expressivos ingressos de investimentos em carteira, especialmente de 2005 até o ano da crise, com forte retomada desde então. Os saldos de empréstimos e créditos comerciais também foram elevados entre 2005 e 2008, mas, por força da contração do crédito internacional, os fluxos líquidos se tornaram negativos a partir de 2009.

Quanto à relação entre poupança externa e FBCF, pode-se inferir que, no período de 1991 a 2002, após a abertura financeira, a elevação da poupança externa não foi estimulada pelo aumento da FBCF, uma vez que esta caiu no período. Isso ocorreu devido à substituição da poupança doméstica pela externa, em um contexto de uso da âncora cambial como estratégia de controle inflacionário, com elevação do consumo de importados e de sobreapreciação da moeda brasileira.

As sucessivas crises cambiais da década de 1990, dada à vulnerabilidade externa que se seguiu à abertura comercial e financeira, geraram instabilidade no balanço de pagamentos e crises. Além disso, associadas às respostas de políticas fiscal e monetária restritivas, produziram um contexto de redução da atividade econômica e elevado desemprego. Isso fez com que a demanda por investimento das empresas fosse baixa neste período.

Em relação ao recente ciclo de retomada dos investimentos na economia brasileira, de 2003 a 2007, a contrapartida foi principalmente a elevação da poupança doméstica, e não os ingressos de poupança externa. A entrada de capital pela CF financiou, sobretudo, o acúmulo de reservas. Isso fez com que a poupança externa fosse negativa nesse período.

A partir de 2008, o déficit em TC deveu-se não à elevação dos investimentos sobre a poupança doméstica, mas principalmente ao aumento das importações de bens de consumo, devido à combinação de políticas de

estímulo ao consumo (políticas sociais, elevação da massa salarial e do crédito) com o câmbio sobreavaliado. Esta combinação refletiu-se em vazamento da expansão da demanda por consumo para o exterior, o que explica a manutenção de elevadas taxas de crescimento do consumo varejista ao lado de taxas inexpressivas, ou mesmo negativas, de crescimento industrial no período. O que sinaliza para o risco de um novo período de substituição de poupança doméstica pela externa no pós-crise.

Ressalte-se, entretanto, a expansão do IDE desde 2006, que pode ter auxiliado a manutenção dos investimentos, especialmente após a crise de 2008, quando a poupança doméstica caiu. Esta queda ocorreu pela adoção de políticas anticíclicas, com a expansão dos gastos públicos e o estímulo ao consumo privado. No período recente, a poupança doméstica fica abaixo da FBCF e a poupança externa volta a ser positiva. A FBCF também se sustenta, em parte, pelo aumento dos investimentos públicos.

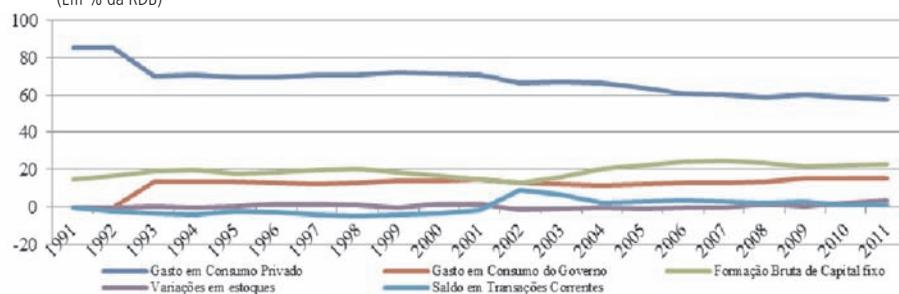
3.2 Argentina

No gráfico 5, constam os componentes da demanda agregada argentina. Entre 1991 e 2002, o consumo privado manteve-se praticamente estável em torno de 70% da RDB,³ e, devido à crise argentina, caiu consideravelmente em 2002, chegando a 66%. Continuou em queda até se estabilizar entre 59% e 60% da RDB em 2006, e permaneceu nesse patamar até 2011.

GRÁFICO 5

Argentina: componentes da demanda interna e saldo em TC

(Em % da RDB)



Fonte: FMI. Elaboração dos autores.

Obs.: Imagem cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para publicação (nota do Editorial).

O consumo do governo também se mostrou bastante uniforme em ambas as décadas, com mudanças significativas, somente, após a crise financeira de 2008. Saindo do patamar de 13% para chegar a 15,5% da RDB em 2009, no qual permanece.

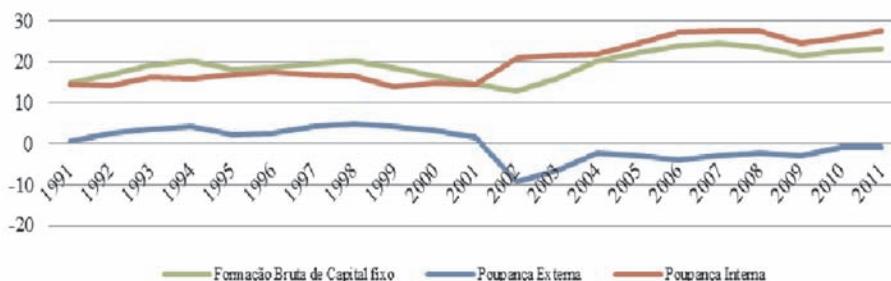
A FBCF apresentou dois ciclos de crescimento e queda bem definidos. O primeiro de 1991 a 2002, interrompido pela crise financeira que abalou a economia argentina em 2001, cujo pico ocorreu em 1998, quando esta variável atingiu a marca de 20,4% da RDB. O segundo ocorreu entre 2003 e 2009, o pico de 24% da RDB é atingido em 2006. Em fins de 2008 e início de 2009, a economia argentina sofreu as consequências da crise financeira mundial, mas não perdeu o seu vigor. Apesar de a FBCF cair em 2009, ela volta a crescer em 2010 e, novamente, em 2011.

3. A queda brusca no início da década, dessa variável, deve-se a decomposição do consumo agregado entre consumo privado e consumo do governo a partir de 1993.

A importância do saldo em TC no financiamento do investimento ocorreu de forma diversa nesses dois ciclos de aumento do investimento. No primeiro, de 1991 a 2002, parece ter ocorrido devido ao aumento da FBCF, uma vez que o saldo foi deficitário e o consumo agregado privado e do governo mantiveram-se estáveis. Já no período de 2003 a 2008, mais vigoroso, o saldo em TC não demonstra ter desempenhado o mesmo papel. Essa análise pode ser amparada pelo gráfico 6.

GRÁFICO 6

Argentina: poupança bruta doméstica, poupança externa e FBCF
 (Em % da RDB)



Fonte: FMI. Elaboração dos autores.

Obs.: Imagem cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para publicação (nota do Editorial).

Novamente, os dois ciclos de investimento (de 1991 a 2002 e de 2003 a 2009) são evidenciados no gráfico 6. E, como se sugeriu no parágrafo anterior, no período de 1991 a 2002, a poupança externa desempenhou papel fundamental, mostrando-se como um reflexo das oscilações na FBCF. Entretanto no período entre 2003 e 2011, ocorreu forte relação entre a poupança interna e a FBCF. E, como enfatizado anteriormente nesse período o crescimento do investimento é mais robusto.

Condizente com a análise acerca do impacto dos fluxos de capitais na economia argentina, o acúmulo de reservas no primeiro período (1991 a 2002) deveu-se majoritariamente aos superávits em CCF; e, no segundo período (2003 a 2008) aos superávits em TC, conforme o gráfico 7.

GRÁFICO 7

Argentina: saldos das contas do balanço de pagamentos
 (Em % do PIB)



Fonte: FMI. Elaboração dos autores.

Obs.: Imagem cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para publicação (nota do Editorial).

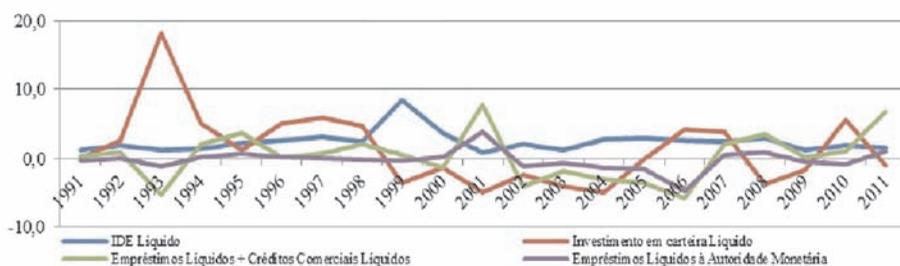
Note-se também que, de 2001 a 2004, a economia argentina enfrentou forte saída de capital e perdas de reservas, devido à crise financeira e ao padrão de financiamento do período anterior. Já na crise financeira de 2008 o impacto no balanço de pagamentos não foi tão severo quanto no início desta década.

O gráfico 8 apresenta a composição da CF para os períodos analisados. De 1991 a 2002, os investimentos em portfólio exerceram maior influência sobre o saldo da CF. Principalmente, em 1993, quando esses investimentos chegaram a 18% do PIB. A entrada de capital, por meio desta rubrica, cessa em 1999, provavelmente pelo efeito contágio da crise cambial brasileira. Como consequências das crises na região, apenas a partir de 2005, tornou-se positiva novamente. Mas com a crise financeira de 2008, volta a apresentar volatilidade.

GRÁFICO 8

Argentina: componentes da CF

(Em % do PIB)



Fonte: FMI. Elaboração dos autores.

Obs.: Imagem cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para publicação (nota do Editorial).

Já o IDE líquido apresentou uma postura menos volátil para todo o período analisado, oscilando em torno de 2% do PIB, exceto para o ano de 1999, ano em que apresenta um pico de 8,5% do PIB.

Os empréstimos e créditos comerciais líquidos oscilaram significativamente. No período de maior crescimento da FBCF, de 2003 a 2008, tornaram-se positivos apenas em 2007. Apesar da queda em 2009, voltaram a crescer no período recente.

No caso argentino, infere-se pelos dados que o aumento do investimento teve principalmente ingressos de poupança externa como contrapartida no primeiro período analisado, de 1991 a 2002. Neste período, existe relação entre o crescimento da FBCF e da poupança externa. No entanto, este padrão de financiamento do investimento contribuiu para a deflagração da crise financeira em 2001, ao aumentar a vulnerabilidade externa da economia argentina.

Sob essa ótica, o padrão de financiamento do período de 2003 a 2008, por meio de poupança interna, associa-se a um maior patamar de crescimento da FBCF cuja média foi de 21,8% da RDB, enquanto no período anterior (1991 a 2002) alcançou apenas 17,5% da RDB, isso permitiu que a economia argentina apresentasse a maior taxa média de crescimento, 8,5% (tabela 1), dentre os países da América do Sul. Além disso, este padrão permitiu um melhor enfrentamento, por parte da economia argentina, das turbulências financeiras internacionais do fim da década de 2000 em relação ao início deste decênio.

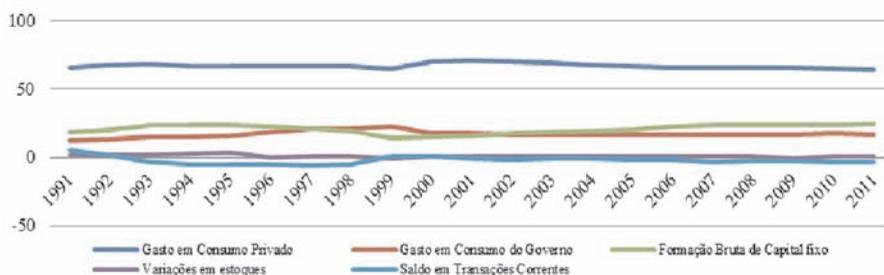
3.3 Colômbia

Os componentes da demanda agregada colombiana tiveram importantes movimentos estruturais nas últimas duas décadas, conforme se verifica no gráfico 9.

GRÁFICO 9

Colômbia: componentes da demanda interna e saldo em TC

(Em % da RDB)



Fonte: FMI. Elaboração dos autores.

Obs.: Imagem cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para publicação (nota do Editorial).

Durante toda a década de 1990, o consumo privado ficou estável ao redor de 66%-67% da RDB, e a partir de 2000 elevou-se para cerca de 70% de 2000 a 2002, quando passou a cair sistematicamente até atingir 64% em 2011.

Quanto ao consumo do governo, inicialmente, houve um crescimento persistente que o elevou de 11,9% em 1991 para 22,1% em 1999. Em 2000, contudo, caiu bruscamente para 16,9% do PIB, quando se estabilizou ao redor de 16%-16,5%.

A FBCF elevou-se no início da década de 1990, de 17,7% em 1991 a 23,4% em 1994. A partir daí, caiu continuamente até 13,2% em 1999. Nos anos 2000, ela cresceu ininterruptamente até atingir o patamar de 23,7% em 2011.

O saldo em TC foi deficitário durante a maior parte da década de 1990, com déficits ao redor de 5% do PIB entre 1993 e 1998. Esses déficits coincidiram inicialmente com a elevação da FBCF, indicando financiamento externo do investimento até meados da década, mas, posteriormente, o déficit pode ser explicado pelo aumento do consumo do governo. De 2001 a 2005, o déficit em TC reduziu-se para uma média de 1% do PIB, e, a partir de 2006, elevou-se até alcançar o patamar médio de 3% do PIB, novamente coincidindo com o aumento da FBCF.

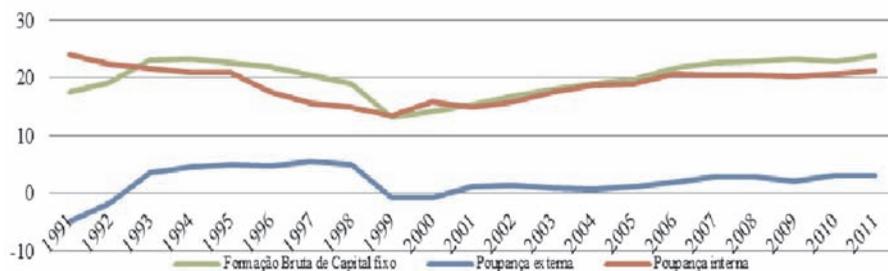
Visualiza-se, pelo gráfico 10, a relação entre as poupanças interna e externa e a FBCF para o caso colombiano. Nota-se que, após uma elevação inicial nos primeiros anos, a FBCF caiu de 1993 a 1999, mas permaneceu acima da poupança interna que também estava em queda neste interstício, pelo aumento do consumo do governo. Há indícios de que o excesso de investimento sobre a poupança doméstica tenha sido financiado pela poupança externa no período, mas a queda da poupança interna decorrente da diminuição dos investimentos não foi totalmente suprida pelo ingresso de poupança externa. Aqui, ao contrário do caso brasileiro, o argumento de substituição da demanda doméstica pela externa não cabe, já que não é o consumo privado que se eleva como consequência da apreciação cambial, mas o consumo do governo.⁴

4. De 1992 a 1997, há forte apreciação da moeda colombiana.

GRÁFICO 10

Colômbia: poupança bruta doméstica, poupança externa e FBCF

(Em % da RBD)



Fonte: FMI. Elaboração dos autores.

Obs.: Imagem cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para publicação (nota do Editorial).

De 2000 a 2004, a poupança externa ficou estável ao redor de 1% do PIB, mas a FBCF cresceu juntamente com o crescimento da poupança interna, assentado na redução sistemática da parcela do consumo privado. A partir de 2005, entretanto, a taxa de investimento continuou crescendo e ultrapassou a poupança doméstica. E, então, a elevação da FBCF tem como contrapartida a expansão tanto da poupança externa como da poupança doméstica.

O gráfico 11 permite visualizar que a CCF financiou principalmente o déficit em TC (poupança externa), embora também tenha financiado, em menor proporção, o aumento das reservas internacionais da Colômbia no período recente.

GRÁFICO 11

Colômbia: saldos das contas do balanço de pagamentos

(Em % do PIB)



Fonte: FMI. Elaboração dos autores.

Obs.: Imagem cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para publicação (nota do Editorial).

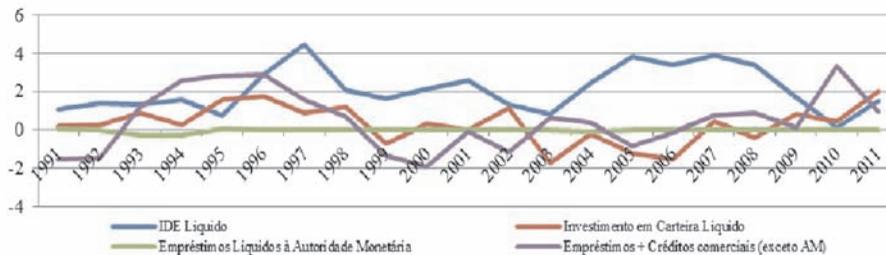
Estes dados reforçam o argumento de que, no caso colombiano, o aumento do investimento, na primeira metade da década de 1990 e no ciclo de crescimento a partir de 2005, teve como contrapartida a elevação da poupança externa. Essa hipótese é evidenciada no gráfico 12.

Como demonstra o gráfico 12, o principal componente da CF no período 2003-2008 foi o IDE, que somente perdeu importância para os empréstimos e investimentos de carteira em 2010, mas apresentou recuperação em 2011.

GRÁFICO 12

Colômbia: componentes da CF

(Em % do PIB)



Fonte: FMI. Elaboração dos autores.

Obs.: Imagem cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para publicação (nota do Editorial).

Pelo exposto, o caso colombiano mostra-se bastante diferente do brasileiro, na medida em que há evidências de que a expansão do investimento teve como contrapartida a expansão da poupança externa, tanto no período recente quanto na década anterior.

3.4 Venezuela

Sob a ótica da RDB, podem-se observar as mudanças estruturais na demanda agregada da economia venezuelana pelo gráfico 13. Verifica-se uma tendência de queda do consumo privado a partir de 1993, cujo vale chegou a 46,5% da RDB em 2005. Desde então, há aumento do percentual desta variável na composição da RDB, com pico de 64,9% em 2009, quando volta a cair.

GRÁFICO 13

Venezuela: componentes da demanda interna e saldo em TC

(Em % da RDB)



Fonte: FMI. Elaboração dos autores.

Obs.: Imagem cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para publicação (nota do Editorial).

O consumo do governo caiu de 1991 a 1996, chegando ao patamar de 5,1% da RDB neste último ano. Recuperou-se entre 1997 e 2005, desde então oscilou entre 11% e 13% da RDB, exceto para o ano de 2009.

A FBCF tem dois períodos de crescimento distintos: o primeiro, de 1996 a 2002, cujo pico ocorreu em 1998, quando esta variável chegou a 29,5% da RDB; e o segundo, de 2003 a 2008, com valor máximo de 24,3% da RDB atingido pela FBCF em 2007. No período recente, o investimento voltou a crescer na economia venezuelana.

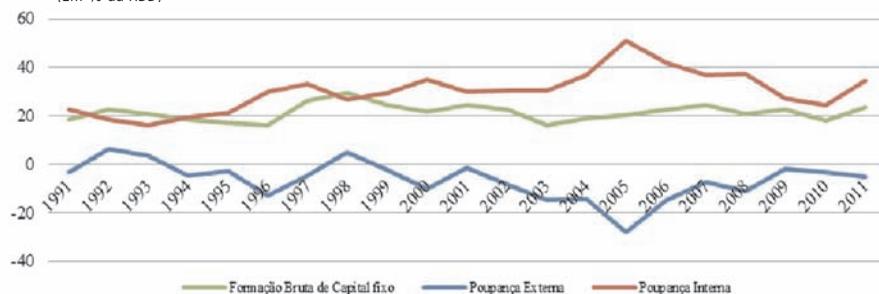
Quanto ao saldo em TC, este foi positivo para quase todos os anos do período, exceto em 1992, 1993 e 1998. No entanto, os superávits são mais expressivos de 2002 a 2005, quando começam lentamente a cair. Por esse motivo a FBCF foi financiada, sobretudo, pela poupança doméstica, na economia venezuelana, ao longo das duas últimas décadas.

Como se pode verificar no gráfico 14, a poupança doméstica superou a FBCF durante todo o período analisado, exceto para os anos de 1992, 1993 e 1998. No entanto, nos períodos em que o saldo negativo da poupança externa foi menor, a taxa de investimento mostrou-se maior.

GRÁFICO 14

Venezuela: poupança bruta doméstica, poupança externa e FBCF

(Em % da RBD)



Fonte: FMI. Elaboração dos autores.

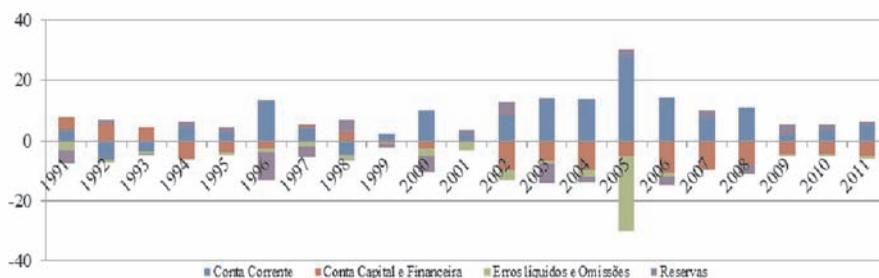
Obs.: Imagem cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para publicação (nota do Editorial).

Coerentemente com a análise nos parágrafos precedentes, o gráfico 15 demonstra que o acúmulo de reservas na economia venezuelana resultou, primordialmente, dos saldos positivos em TC.

GRÁFICO 15

Venezuela: saldos das contas do balanço de pagamentos

(Em % do PIB)



Fonte: FMI. Elaboração dos autores.

Obs.: Imagem cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para publicação (nota do Editorial).

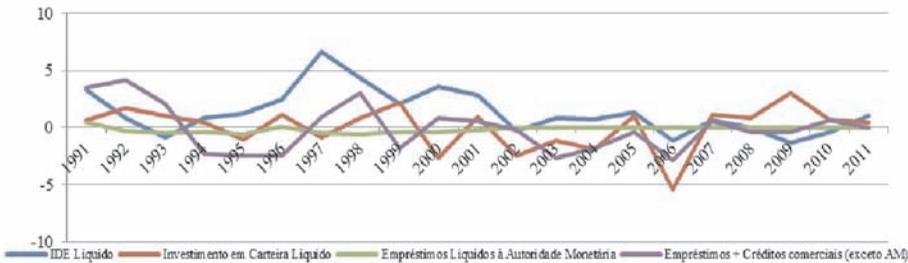
Apesar das altas taxas de crescimento, no período de 2003 a 2008 (tabela 1) e também de FBCF na economia venezuelana, o saldo de reservas oscila consideravelmente em todo o período analisado, sendo financiado pelos saldos positivos em TC. Dentre os países da América do Sul, a Venezuela é um dos que mais acumulou reservas entre 2001 e 2007, mas tem seu volume reduzido desde 2007.

Conforme se verifica no gráfico 16, o ingresso de IDE foi especialmente importante para a economia venezuelana entre 1993 e 2002, o que assegurou as maiores taxas de FBCF, neste período. Já no período de 2003 a 2008, o IDE perdeu o vigor da década precedente, e tornou-se negativo em vários anos do último quinquênio.

GRÁFICO 16

Venezuela: componentes da CF

(Em % do PIB)



Fonte: FMI. Elaboração dos autores.

Obs.: Imagem cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para publicação (nota do Editorial).

Os créditos comerciais e os investimentos em portfólio foram bastante voláteis, portanto, incapazes de fornecer financiamento sistemático à economia venezuelana.

Pelos dados apresentados para a economia venezuelana, deduz-se que a poupança externa não desempenhou papel relevante no financiamento da FBCF nas últimas duas décadas, exceto em momentos específicos, como no ano de 1998. Isso, no entanto, não impactou negativamente na taxa de crescimento desta economia, que, conforme se pôde verificar na tabela 1, apresentou o segundo melhor desempenho, ficando atrás apenas da economia argentina, no período de 2003 a 2008.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Sob uma perspectiva de longo prazo, buscou-se, neste artigo, examinar a relação entre os fluxos de capitais externos e a FBCF, para as maiores economias da América do Sul. Ao se considerar o investimento como variável-chave do sistema econômico, essa análise contribui para o debate acerca do crescimento na região.

Nos países estudados, a FBCF teve como contrapartida a elevação da poupança externa na Argentina, especialmente de 1991 a 2002, e na Colômbia em ambas as décadas. No primeiro caso, o padrão de inserção da economia argentina nos fluxos internacionais, de financiamento da conta-corrente pela conta financeira, majoritariamente por investimento em carteira, perdurou até a crise financeira de 2001. Após esse episódio, cessam os fluxos de capitais para esta economia e os investimentos são financiados pela poupança doméstica. Nesta segunda etapa, privilegiam-se os recursos internos no financiamento do investimento e as taxas de crescimento da FBCF são consideravelmente maiores. A economia Argentina mostra-se mais robusta ao enfrentar a crise financeira internacional em 2008 e 2009. Evidência disso é que não se verificou nos dados macroeconômicos recentes do país as mesmas variações abruptas que ocorreram no início da década de 2000. Já o desempenho da economia colombiana é uma exceção dentre os países abordados, pois se trata do único caso em que, no período de 2003 a 2008, a economia experimentou déficits em TC em todos os anos, os quais guardam relação positiva com o investimento e são supridos por entradas de IDE.

Nas economias brasileira e venezuelana, a poupança externa não parece ter sido relevante para financiar a FBCF nas últimas duas décadas. No caso brasileiro, de 1994 a 2000, ela teve como contrapartida o aumento do consumo e elevou-se mesmo com a queda do investimento. E, na década de 2000, tampouco se pode afirmar que a FBCF teve como contrapartida a poupança externa. Já na economia venezuelana, ela desempenhou um

papel menor por ser majoritariamente negativa, no entanto isso não impediu que esta economia alcançasse altas taxas de investimento no recente ciclo de crescimento, de 2003 a 2008.

Pelas análises realizadas, observa-se que a poupança externa nem sempre foi absorvida para financiar o investimento nas economias sul-americanas; em alguns casos, como no brasileiro, teve como principal contrapartida o aumento do consumo. Além disso, há evidências de que ela tenha contribuído para aumentar a vulnerabilidade externa dos países da região, notadamente nos casos argentino e brasileiro.

No entanto, o essencial a ser destacado é que no recente ciclo de crescimento dos países da América do Sul, o maior observado desde a abertura financeira do início dos anos 1990, a expansão da FBCF teve como contrapartida o crescimento da poupança doméstica e não da externa. Isso ocorreu mesmo no caso da Colômbia, posto que nesta economia a poupança externa também tenha desempenhado um papel importante no financiamento do investimento, especialmente a partir de 2005. O padrão de crescimento com elevação da poupança doméstica é um dos fatores que contribuiu para uma recuperação mais rápida das economias da região, após a crise financeira deflagrada em 2008, dado que implicou menor contágio destas economias em relação às oscilações dos fluxos internacionais de capitais. O melhor desempenho das economias sul-americanas no período recente é particularmente visível quando comparado àquele observado durante as turbulências financeiras ocorridas durante a década de 1990.

REFERÊNCIAS

BRESSER-PEREIRA, L. C. Brazil's quasi-stagnation and the growth cum foreign savings strategy. **International journal of political economy**, v. 32, n. 4, p. 76-102, 2004.

FRENCH-DAVIS, R. **Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad, três décadas de política econômica em Chile**. Buenos Aires: Siglo Veintiuno Editores, 2004.

McKINNON, R. **Money and capital in economic development**. Washington, D. C.: The Brooking Institution, 1973.

PRATES, D. Resenha crítica: a literatura convencional sobre crises financeiras nos países “emergentes”: os modelos desenvolvidos nos anos 90. **Revista estudos econômicos**, v. 35, n. 2, p. 359-385, abr./jun. 2005a.

_____. As assimetrias do sistema monetário internacional. **Revista de economia contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 263-288, maio/ago. 2005b.

SHAW, E. S. **Financial deepening in economic development**. Oxford: Oxford University Press, 1973.