



2018

Estudo Econômico da América Latina e do Caribe

Evolução do investimento na América Latina
e no Caribe: fatos estilizados, determinantes
e desafios de política



NAÇÕES UNIDAS



POR UM DESENVOLVIMENTO
SUSTENTÁVEL COM IGUALDADE



2018

Estudo Econômico da América Latina e do Caribe

Evolução do investimento na América Latina
e no Caribe: fatos estilizados, determinantes
e desafios de política



NAÇÕES UNIDAS

CEPAL



Alicia Bárcena
Secretária Executiva

Mario Cimoli
Secretário Executivo Adjunto

Raúl García-Buchaca
Secretário Executivo Adjunto
para Administração e Análise de Programas

Daniel Titelman
Diretor da Divisão de Desenvolvimento Econômico

Ricardo Pérez
Diretor da Divisão de Publicações e Serviços Web

O *Estudo Econômico da América Latina e do Caribe* é um documento anual da Divisão de Desenvolvimento Econômico da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL). A elaboração da edição de 2018 foi chefiada por Daniel Titelman, Diretor da Divisão, e a coordenação esteve sob a responsabilidade de Jürgen Weller.

Nesta edição, a Divisão de Desenvolvimento Econômico contou com a colaboração da Divisão de Estatísticas, da Divisão de Comércio Internacional e Integração, das sedes sub-regionais da CEPAL na Cidade do México e Port of Spain e dos escritórios nacionais da Comissão em Bogotá, Brasília, Buenos Aires, Montevidéu e Washington, D.C.

As seções da primeira parte, "Situação econômica e perspectivas para 2018", baseiam-se em insumos preparados pelos seguintes especialistas: Alejandra Acevedo, Claudio Aravena, Claudia de Camino, Pablo Carvallo, Ivonne González, Michael Hanni, Juan Pablo Jiménez, Esteban Pérez Caldentey, Ramón Pineda, José Antonio Sánchez, Cecilia Vera e Jürgen Weller.

A segunda parte, "Evolução do investimento na América Latina e no Caribe: fatos estilizados, determinantes e desafios de política", foi coordenada por Esteban Pérez Caldentey e Daniel Titelman. Em sua elaboração participaram Cristóbal Budnevich, Luis Díaz e Luis Méndez. Foram incorporados insumos preparados pelos consultores Hildegart Ahumada, Daniel Aromí, Carolina Durana, Juan Carlos Moreno Brid, Camila Pérez e Leonardo Villar. Salvador Figuerero, Goon Jang, Isabel Salat e Joaquín Sánchez colaboraram como assistentes de pesquisa.

As notas sobre os países foram elaboradas pelos seguintes especialistas: Olga Lucía Acosta, Maharouf Adedayo, Dillon Alleyne, Anahí Amar, Martín Brun, Claudia de Camino, Martín Cherkasky, Marcos Chiliatto, Tomás Concha, Cameron Daneshvar, Randolph Gilbert, Sonia Gontero, Enrique González, Michael Hendrickson, Álvaro Lalanne, Jesús López, Ricardo Mayer, Sheldon McLean, Rodolfo Minzer, Carlos Mussi, Ramón Padilla, Machel Pantin, Esteban Pérez Caldentey, Ramón Pineda, Juan Carlos Ramírez, Juan Carlos Rivas, Indira Romero, José Antonio Sánchez, Jesús Santamaría, Nyasha Skerrette, Hidenobu Tokuda, Juan Guillermo Valderrama e Francisco Villarreal. Michael Hanni e Albert Klein revisaram as notas dos países do Caribe. Georgina Cipoletta colaborou na revisão das notas dos países da América Latina. Sonia Albornoz encarregou-se do anexo estatístico.

Notas explicativas

- Os três pontos (...) indicam que os dados faltam, não constam separadamente ou não estão disponíveis.
- O travessão (-) indica que a quantidade é nula ou desprezível.
- A vírgula (,) é usada para separar os decimais.
- A palavra "dólares" refere-se a dólares dos Estados Unidos, salvo indicação em contrário.
- A barra (/) colocada entre cifras que expressem anos (por exemplo, 2013/2014) indica que a informação corresponde a um período de 12 meses que não coincide necessariamente com o ano civil.
- Já que às vezes se arredondam as cifras, os dados parciais e as percentagens apresentadas nos quadros nem sempre somam o total correspondente.



Apresentação e resumo executivo

Apresentação

Em sua edição número 70, que corresponde a 2018, o *Estudo Econômico da América Latina e do Caribe* consta de três partes. A primeira resume o desempenho da economia regional durante 2017 e analisa sua evolução durante os primeiros meses de 2018, bem como as perspectivas para o ano inteiro. Examina os fatores externos e internos que incidiram no desempenho econômico da região, analisa as características do crescimento econômico e a evolução dos preços e do mercado de trabalho e destaca as características e alguns desafios para as políticas macroeconômicas num contexto externo caracterizado por crescente incerteza, resultante sobretudo de fatores políticos.

A segunda parte deste *Estudo Econômico*, que inclui três capítulos, faz uma análise da dinâmica do investimento e seus determinantes com o fim de identificar as variáveis sobre as quais a política pública pode atuar para influir na trajetória do processo de investimento. Para isso, o capítulo II analisa a evolução da formação bruta de capital fixo na América Latina e no Caribe no período 1995-2017; observa-se uma trajetória tendencial positiva na qual o investimento aumentou de 18,5% para 20,2% como proporção do PIB, embora com uma acentuada desaceleração no final do período. Mostra que, embora a construção seja o componente prevalecente do investimento, aumentou a participação do componente máquinas e equipamentos, permitindo uma maior incorporação do conteúdo tecnológico no investimento, o que é positivo para dinamizar a produtividade e o crescimento. O capítulo III analisa também a dinâmica cíclica do investimento e seus determinantes no nível macroeconômico e microeconômico, levando em conta fatores como a atividade econômica, a taxa da política monetária interna, a taxa de juros externa, os preços das matérias-primas, a taxa de câmbio real e um indicador de risco. Finalmente, o capítulo IV apresenta o estudo da dinâmica de investimento em quatro países da região: Argentina, Chile, Colômbia e México. Conclui-se que, para economias com um alto nível de abertura como as da América Latina e do Caribe, o desempenho do investimento e do crescimento torna-se muito dependente das condições externas. Isto ocorre particularmente nas economias cuja estrutura produtiva e composição do investimento estão altamente concentradas em setores expostos aos vaivéns da economia internacional.

A terceira parte, que está disponível no site da CEPAL (www.cepal.org), contém as notas sobre o desempenho econômico dos países da América Latina e do Caribe em 2017 e no primeiro semestre de 2018, bem como os respectivos anexos estatísticos. A informação apresentada foi atualizada em 30 de junho de 2018.

Resumo executivo

A. Situação econômica e perspectivas para 2018

O crescimento econômico global projetado para 2018 mantém-se em torno de 3,3%. Contudo, devido ao fato de ter aumentado a incerteza sobre a dinâmica do crescimento futuro, preveem-se taxas de crescimento menores para 2019 e 2020. Durante 2017 a economia global mostrou uma alta sincronia no crescimento; a aceleração econômica ocorreu tanto nas economias desenvolvidas como nas emergentes. A aceleração do crescimento num contexto de baixa inflação e alta liquidez traduziu-se em baixa volatilidade dos mercados financeiros globais durante o ano.

Este panorama começou a mudar em 2018. A expansão que está ocorrendo reflete fundamentalmente o crescimento dos Estados Unidos (2,8%), apoiado pelo impulso fiscal que deveria mostrar sinais de esgotamento em 2019, e da China (6,6%), país para o qual se projetam taxas de crescimento menores em 2019. A zona do euro reduziu os prognósticos de crescimento para uma taxa de 2,2%, frente a 2,4% em 2017. No Reino Unido, ao processo de negociação da saída da União Europeia (*brexit*) soma-se o aumento da taxa de juros, o que levaria a taxa de crescimento a 1,5% em 2018 (em comparação com 1,8% em 2017). No Japão, a capacidade produtiva está mostrando certas restrições, que explicariam o menor ritmo de expansão em 2018: a taxa de crescimento se situaria em torno de 1,1%, seis décimos abaixo da taxa do ano anterior.

A esta menor sincronia na dinâmica de aceleração somam-se os riscos dos conflitos comerciais. Durante 2018 o governo do presidente Trump nos Estados Unidos anunciou e adotou vários aumentos de tarifas. Alguns têm como destinatário específico a China, enquanto outros são de alcance mais geral. Esta escalada protecionista ocorre num contexto em que se projeta que em 2018 o comércio mundial crescerá em torno de 3,1%, cifra menor do que a observada em 2017 (4,6%). Embora as estimativas atuais prevejam que o aumento do protecionismo terá um baixo impacto negativo sobre a dinâmica de crescimento, ainda é difícil prever seus efeitos no médio prazo.

As diferenças entre as dinâmicas de crescimento e inflação dos Estados Unidos e dos países da Europa e Japão traduziram-se em trajetórias distintas na hora de remover as políticas monetárias “não convencionais”. A Reserva Federal dos Estados Unidos continuou com sua política de retirada gradual dos estímulos monetários e aumento das taxas de juros, embora ainda permaneçam abaixo dos padrões históricos. Por sua vez, o Banco Central Europeu, em sua reunião de junho de 2017, anunciou que manteria a política de compras de ativos (expansão quantitativa) até dezembro de 2018, mas a partir de setembro de 2018 reduziria pela metade o montante das compras mensais de ativos (até 15 bilhões de euros). No que se refere às taxas de juros, o Banco Central Europeu anunciou que as manteria sem alterações até meados de 2019. Prevê-se que a política monetária do Banco Central do Japão continue numa trajetória expansiva, ao menos no curto prazo.

Durante 2018 prevê-se que os preços dos produtos básicos aumentem. O preço médio do petróleo aumentará 30% em relação ao preço médio vigente em 2017, passando de 53 para 70 dólares o barril¹. No caso dos metais e minerais, prevê-se que aumentem em média 6% em relação aos preços de 2017. Quanto ao cobre, prevê-se um aumento de cerca de 10% em relação ao ano anterior; por outro lado, prevê-se

¹ Média simples de Brent, West Texas Intermediate e Dubai.

que o preço do ferro sofrerá uma queda de 1%. No caso dos produtos agropecuários, embora estejam previstos comportamentos diversos segundo o produto, projeta-se um aumento de 4% para a média dos preços durante 2018.

Os mercados financeiros mundiais iniciaram o ano com aumento da volatilidade, queda dos fluxos dirigidos aos mercados emergentes, fortalecimento do dólar e redução considerável dos preços nos mercados de ações. As maiores expectativas inflacionárias, as menores perspectivas de crescimento e as políticas monetárias mais restritivas provocaram menor disposição a assumir riscos e maior incerteza financeira. Neste contexto, a combinação de dólar forte, taxas de juros mais altas em alguns países desenvolvidos e menor liquidez internacional no âmbito global, somada aos riscos comerciais e geopolíticos, gerou cada vez mais incerteza, não só do ponto de vista financeiro, mas também com relação à dinâmica da economia real e ao crescimento no médio prazo.

Sob a ótica das economias emergentes, as perspectivas e expectativas favoráveis de rentabilidade e risco observadas em 2017 se reverteram em 2018. Desde meados de abril deste ano o dólar valorizou-se em cerca de 5%, enquanto as taxas de dez anos nos EUA ultrapassaram 3% pela primeira vez em quatro anos devido à redução do balanço da Reserva Federal. Isto traduziu-se em maior pressão para a saída de fluxos financeiros das economias emergentes para os países mais avançados, sobretudo para os Estados Unidos. Segundo o Instituto de Finanças Internacionais (IIF), em 2018 os fluxos financeiros para as economias em desenvolvimento serão de 1,2 trilhão de dólares, apenas 7 bilhões acima da cifra registrada em 2017.

Conforme indicado no *Balanço Preliminar das Economias da América Latina e do Caribe 2017*, o mercado de títulos será o mais afetado por essa mudança das perspectivas econômicas². Os fluxos de investimento estrangeiro devem registrar um aumento de 17 bilhões de dólares (de 506 bilhões em 2017 para 523 bilhões em 2018) e os fluxos de carteira uma queda de 50 bilhões de dólares (351 bilhões de dólares em 2018, em comparação com 401 bilhões em 2017).

Por outro lado, o fluxo de liquidez canalizado através do mercado de títulos deve diminuir de 315 bilhões para 255 bilhões de dólares no mesmo período. Parte da redução da liquidez do mercado de títulos internacionais será compensada pelo aumento dos empréstimos transfronteiriços (338 bilhões e 297 bilhões de dólares). Assim, o impacto da saída de fluxos financeiros das economias emergentes dependerá da composição dos fluxos totais e dos fluxos de carteira.

Frente a este contexto global, em 2018 o déficit na conta corrente do conjunto dos países da América Latina e do Caribe deve chegar a 1,6% do produto interno bruto (PIB) regional. A balança de bens e a de transferências correntes manteriam superávits, mas isto seria contrabalançado por um déficit maior na conta de rendas e serviços. Prevê-se para 2018 um crescimento de 9% no valor das exportações da América Latina, em resultado do aumento dos preços dos bens exportáveis. Não obstante, o aumento do volume exportado seria moderado (em torno de 2%). Por sua vez, a ligeira recuperação da demanda interna e a elevação do preço do petróleo contribuiriam para manter o crescimento do valor das importações em pouco mais de 9,5%, taxa que se decompõe em um aumento de 5,2% no volume e um aumento de 4,1% nos preços.

Os fluxos financeiros líquidos recebidos caíram entre janeiro e abril de 2018, assim como no resto dos mercados emergentes. O leve aumento dos fluxos a partir de maio corresponde ao desembolso recebido pela Argentina dentro do acordo alcançado com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Contudo, dada a dinâmica dos mercados

² Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL), *Balanço Preliminar das Economias da América Latina e do Caribe 2017* (LC/PUB.2017/28-P), Santiago, fevereiro.

financeiros mundiais, prevê-se que em 2018 os fluxos financeiros para a região serão menores do que em 2017.

Na mesma linha, as emissões brutas de títulos da América Latina e do Caribe nos mercados internacionais alcançaram 68,7 bilhões de dólares nos primeiros seis meses de 2018, 7% menos que no mesmo período de 2017. Com exceção do México, cujas emissões aumentaram de forma considerável, na maioria dos países as emissões foram menores do que no primeiro semestre do ano passado, entre as quais se destaca o caso da Argentina, com uma queda de 37%.

Em consonância com a maior tensão observada nos mercados financeiros mundiais, a partir de fevereiro de 2018 o risco soberano aumentou na região de forma generalizada. No final de junho, a média regional do índice de títulos de mercados emergentes (EMBIG) era 98 pontos superior à de final de janeiro.

Assim como ocorreu em 2017, para 2018 prevê-se um crescimento positivo da atividade econômica, impulsionada pela demanda interna, em particular o consumo e o investimento. Como já é característico na região, observa-se uma grande heterogeneidade ao avaliar o desempenho específico dos países e sub-regiões. Os dados do primeiro trimestre de 2018 permitem corroborar que no âmbito sub-regional mantêm-se um desempenho diferenciado e uma contraposição de tendências entre a América do Sul e a região da América Central e México. Enquanto a América do Sul mostra recuperação, a América Central e o México mantiveram uma trajetória decrescente nos últimos anos, embora os países centro-americanos continuem apresentando taxas de expansão um pouco mais elevadas do que a do México.

Em termos da contribuição do gasto ao crescimento do PIB tanto em 2017 como no início de 2018, na América do Sul corresponde principalmente à recuperação do investimento e do consumo privado. Já na América Central e no México somente o consumo privado sustenta o crescimento do PIB, compensando a perda de dinamismo do investimento.

No âmbito do mercado de trabalho, após ter aumentado 2,4 pontos percentuais entre 2014 e 2017, a taxa de desocupação urbana regional estabilizou-se no início de 2018; para o ano em seu conjunto, projeta-se uma taxa de 9,2% (9,3% em 2017). Esta modesta melhoria deve-se a um ligeiro aumento do emprego assalariado, que se expandiu 1,4% durante o primeiro trimestre graças à aceleração do crescimento econômico no início do ano e ao correspondente aumento da demanda de mão de obra. Contudo, a geração de empregos assalariados continuou insuficiente para absorver o aumento da força de trabalho; assim como ocorreu em anos anteriores, voltou a expandir-se a uma taxa mais elevada (2,5%) o trabalho por conta própria, geralmente de pior qualidade que o emprego assalariado. A evolução do emprego formal é irregular, mas no agregado regional registram-se variações positivas em comparação com anos anteriores, devido às moderadas melhorias na Argentina e no Brasil e à continuidade do aumento do emprego registrado no México.

A expansão das diferentes categorias levou ao primeiro aumento interanual da taxa de ocupação em cinco anos, após contrações entre 2014 e 2016 e estagnação em 2017. No conjunto dos países com informação disponível, esta taxa aumentou em média 0,2 ponto percentual no primeiro trimestre de 2018 em relação ao mesmo período do ano anterior. Este aumento do emprego concentrou-se entre as mulheres, enquanto a taxa de ocupação dos homens manteve-se estagnada. Contudo, também a entrada no mercado de trabalho foi mais elevada no caso das mulheres, de maneira que a disparidade da taxa de desocupação entre homens e mulheres não se alterou.

Com poucas exceções, os salários reais do setor formal continuaram crescendo a taxas moderadas; na mediana dos países para os quais se dispõe de informação,

aumentaram 1,6% no início do ano. Não obstante, registraram-se taxas de crescimento mais baixas do que no ano anterior nos países da América do Sul. A elevação do nível de emprego e os leves aumentos dos salários reais continuaram contribuindo para um aumento moderado do consumo das famílias.

No âmbito fiscal, as medidas dirigidas à consolidação fiscal na América Latina provocaram uma redução esperada do déficit primário: o déficit médio passou de 0,8% do PIB em 2017 para 0,5% do PIB em 2018. Este ajuste das contas públicas da América Latina ocorreu principalmente pela redução do gasto primário, que deve diminuir de 18,7% para 18,3% do PIB entre 2017 e 2018. Em particular, prevê-se que os gastos de capital na América do Sul diminuam de 3,4% do PIB em 2017 para 3,3% do PIB em 2018. Não obstante, ocorrerá também uma redução generalizada do gasto corrente primário na região. A receita pública deverá manter-se relativamente estável em torno de 17,8% do PIB; nos países da América do Sul observa-se uma melhoria da receita tributária, contrabalançada pela queda da receita pública na América Central.

No Caribe, a política fiscal continua concentrada na geração de superávits primários para atender ao elevado peso da dívida pública. Dado este ambiente, prevê-se que o superávit primário aumente de uma média de 1,1% do PIB em 2017 para 1,9% do PIB em 2018, com uma redução de magnitude semelhante à do déficit global. Destacam-se os ajustes significativos implementados por vários países dessa sub-região, em particular Trinidad e Tobago, cujo déficit primário passaria de -5,4% do PIB em 2017 para 0,0% do PIB em 2018.

No final de 2017 a dívida pública bruta dos governos centrais da América Latina correspondia a 38,8% do PIB, 1,4 ponto percentual acima da cifra registrada em 2016. No segundo trimestre de 2018 esta cifra diminuiu para 37,9% do PIB, o que supõe uma queda de 0,9 ponto percentual do PIB em relação ao final de 2017. Isto é devido principalmente a menores déficits fiscais e a um diferencial de taxas (juros reais menos crescimento real) negativo, embora ainda seja prematuro falar de uma melhoria substancial dos níveis de dívida da região. No Caribe, a dívida pública dos governos centrais mantinha-se estável em 68,6% do PIB no primeiro trimestre de 2018, cifra semelhante à do final de 2017.

Nos primeiros quatro meses de 2018 a dinâmica inflacionária da região mostrou tendência à queda, assim como em 2017. Se excluirmos a República Bolivariana da Venezuela, a inflação anualizada em abril de 2018 era, em média, de 4,9%, o que implica uma redução de 1,3% em relação aos 6,2% registrados em abril de 2017. Segundo medições de abril de 2018, em todas as sub-regiões haviam ocorrido quedas da inflação geral: 1,5 ponto percentual na América do Sul, 0,8 ponto percentual no grupo formado pela América Central e México e 2,5 pontos percentuais no Caribe de língua não hispana. Assim como ocorreu em 2017, a dinâmica da inflação na região esteve relacionada com a evolução da taxa de câmbio e dos preços da energia. Contudo, em maio e junho de 2018 observou-se elevação da inflação e a inflação interanual do primeiro semestre foi de 5,9%, um aumento da média regional de 0,6 ponto percentual em relação ao mesmo período de 2017.

No âmbito da política monetária, devido à queda da inflação, os gestores das políticas monetárias e cambiais da região ainda têm espaço para adotar políticas de estímulo à demanda agregada. Contudo, em algumas economias esta situação recentemente se viu limitada por um aumento da volatilidade cambial, que restringe de maneira direta a atuação dos gestores ao comprometer a estabilidade macrofinanceira, bem como pelos efeitos que esta volatilidade poderia ter sobre a inflação.

Apesar do aumento da inflação no primeiro semestre de 2018, em geral esta variável permaneceu na faixa estabelecida pelas autoridades, motivo pelo qual os

bancos centrais da região mantiveram uma política monetária semelhante à observada em 2017. Assim, nos primeiros seis meses de 2018 os bancos centrais do Brasil, Colômbia e Peru reduziram as taxas, enquanto as taxas dos bancos centrais do Chile e Paraguai continuaram inalteradas. No caso da Argentina, a persistência da inflação e as correções efetuadas desde maio provocaram fortes elevações da taxa da política monetária. Na Costa Rica e no México as taxas da política monetária aumentaram, mas na Guatemala, Honduras e República Dominicana as taxas não experimentaram variações no primeiro semestre de 2018.

Nas economias da América Latina que empregam os agregados monetários como principal instrumento de política monetária observou-se durante 2018 uma desaceleração geral do ritmo de crescimento da base monetária. Enquanto em 2017 as taxas trimestrais superavam 8%, nos primeiros dois trimestres de 2018 registraram-se cifras de crescimento inferiores a 6%. Nas economias do Caribe de língua não hispana, no primeiro trimestre de 2018 registraram-se taxas de crescimento da base monetária maiores do que as observadas em 2017.

Quanto ao crédito interno, durante o primeiro semestre do 2018 observaram-se padrões muito semelhantes aos observados em 2017: cresceu nos países com metas de inflação e nos que usam agregados, com exceção da República Bolivariana da Venezuela. Nas economias do Caribe de língua não hispana, o crédito interno cresceu 0,9% no primeiro trimestre de 2018. Na República Bolivariana da Venezuela, o crédito sofreu uma contração de mais de 70% em termos reais.

Em matéria cambial, o ano de 2017 caracterizou-se por uma redução da volatilidade, entendida como uma queda da magnitude das flutuações observadas nas cotações das moedas da região, pois as variações da taxa de câmbio foram menores do que as registradas em 2016. Em 2017, somente três economias registraram variações na taxa de câmbio superiores a 5% em termos absolutos, enquanto em 2016 foram nove.

No primeiro semestre de 2018, a volatilidade cambial aumentou e acentuou-se a desvalorização das moedas da região, especialmente a partir do segundo trimestre do ano. Entre dezembro de 2017 e junho de 2018, somente duas moedas da região se valorizaram (o peso colombiano e o colón costarricense). Neste mesmo período, 16 economias registraram desvalorização de sua moeda; em cinco casos (peso argentino, real brasileiro, peso mexicano, peso uruguaio e bolívar), a desvalorização superou 5%. Durante este lapso, o peso argentino experimentou uma desvalorização de 45,0% e o bolívar uma desvalorização de 2.320%, se usarmos como referência o Sistema de Divisas de Taxa de Câmbio Complementar Flutuante de Mercado (DICOM).

As reservas da região continuaram aumentando em 2018, embora a uma taxa menor do que a observada no ano anterior (1,2%, frente a 3,4% em 2017). O principal motivo do menor crescimento das reservas foi a intervenção no mercado de câmbio feita por diversas economias da região para atenuar a maior volatilidade cambial observada neste período. No total, as reservas aumentaram em 18 economias e diminuíram em 9.

Em 2018, o crescimento do PIB da América Latina e do Caribe chegará a 1,5%, o que representa um ajuste para baixo de sete décimos em relação às projeções publicadas em abril. Isto é devido tanto às atuais condições financeiras externas menos favoráveis como a fatores próprios de cada país. Assim como ocorreu em anos anteriores, projeta-se uma dinâmica de crescimento cuja intensidade é distinta entre países e sub-regiões e que responde não só aos impactos diferenciados do contexto internacional em cada economia, mas também à dinâmica dos componentes do gasto (principalmente o consumo e o investimento), que tem mostrado padrões distintos nas economias do norte e nas do sul da região. A atividade econômica na América do Sul como sub-região passará de um crescimento de 0,8% em 2017 a um de 1,2%

em 2018. Por sua vez, a América Central³ como sub-região manterá o mesmo ritmo de crescimento que as economias mostraram em 2017 (3,4%), enquanto o Caribe mostrará uma expansão de 1,7% em 2018, após a estagnação do ano anterior (0,0%).

B. Evolução do investimento na América Latina e no Caribe entre 1995 e 2017: fatos estilizados e principais determinantes

A dinâmica e o comportamento do investimento são um fator importante para entender não só o comportamento do ciclo econômico, mas também a dinâmica de crescimento no médio e longo prazo. Neste sentido, o investimento é uma das pontes entre o crescimento atual (ciclo) e o crescimento tendencial. Por isso, a segunda parte deste *Estudo Econômico* é dedicada à análise da dinâmica do investimento e seus determinantes com o fim de elucidar as variáveis sobre as quais a política pública pode atuar para influir na trajetória do processo de investimento.

O capítulo II analisa a evolução da formação bruta de capital fixo na América Latina e no Caribe entre 1995 e 2017: observa-se uma trajetória tendencial positiva em que o investimento aumentou de 18,5% para 20,2% como proporção do PIB. Contudo, ao longo do período de estudo distinguem-se três ciclos na dinâmica do investimento: o primeiro entre 1995 e 2002, o segundo entre 2003 e 2008 e o terceiro entre 2009 e 2016. O maior impulso investidor corresponde ao segundo ciclo (2003-2008), que coincide com o auge dos preços das matérias-primas. Entre 2003 e 2008, o investimento aumentou em média 10% por ano em termos reais. O pior desempenho ocorreu no último ciclo (2009-2016), no qual a formação bruta de capital fixo expandiu-se somente 0,94% em média.

O impulso investidor que a América Latina e o Caribe experimentaram nas duas últimas décadas permitiu reduzir o déficit de investimento em relação a outras regiões do mundo em desenvolvimento e aos países desenvolvidos, com exceção das economias mais dinâmicas em matéria de crescimento da última década, como China e Índia.

Na América Latina e no Caribe, o investimento é majoritariamente privado. Este tipo de investimento representa, em média, de 75% a 80% do investimento total, e o investimento público somente entre 20% e 25%. A análise da evolução do investimento público entre 1980 e 2017 mostra que, ao contrário do investimento privado, este tendeu a diminuir entre 1980 e meados da década de 2000, e a partir de então vem mostrando recuperação. Para aumentar o investimento e melhorar sua composição em termos de produtividade e inovação, é necessário ampliar a capacidade produtiva e proporcionar incentivos ao investimento do setor privado. Por outro lado, a queda do investimento público não é uma tendência que deva manter-se no tempo, já que isso enfraquece a capacidade de provisão de bens públicos por parte dos governos da região, o que por sua vez teria um efeito adverso no crescimento. A análise apresentada demonstra que o investimento público pode gerar um efeito de atração (*crowding-in*) do investimento privado e que, por conseguinte, as políticas econômicas que visem a aumentar o investimento devem potencializar a inter-relação entre ambas.

Ao decompor o investimento por tipo de ativo, observa-se que este se mantém viesado para a construção, o componente que mais pesa no total da formação bruta de capital fixo e o que menor impacto tem na produtividade. Este último fato estilizado ocorre tanto no nível agregado como no nível setorial e das empresas. Contudo,

³ A sub-região inclui Costa Rica, Cuba, El Salvador, Guatemala, Haiti, Honduras, Nicarágua, Panamá e República Dominicana.

um elemento positivo é que o componente mais dinâmico do aumento tendencial do investimento é o de máquinas e equipamentos, que passou de 22% do total do investimento em 1995 para 40% em 2016. Isto permitiu incorporar mais conteúdo tecnológico no investimento, o que tem um efeito positivo na hora de dinamizar a produtividade e o crescimento.

Outro fato estilizado interessante é que o padrão de comportamento do investimento no nível macroeconômico e setorial se reproduz no plano microeconômico. Mediante a análise de uma amostra de 2.228 empresas da região que negociavam nos mercados de ações no período 2008-2016, observa-se que o componente de construção predomina sobre o de máquinas e equipamentos, e o investimento se concentra em atividades cujo encadeamento com o resto da economia é baixo.

Observa-se também no nível microeconômico uma alta concentração do investimento. Os resultados indicam que 1%, 5% e 10% da amostra de 2.228 empresas considerada concentram em média 25%, 55% e 69% do gasto em investimento de longo prazo das empresas que negociam nos mercados de ações.

A partir da dinâmica dos fatos estilizados apresentada no capítulo II, passa-se a examinar no capítulo III a dinâmica cíclica do investimento, para depois analisar os determinantes do investimento no nível macroeconômico e microeconômico.

A análise do ciclo do investimento na América Latina e no Caribe mostra que este tende a ser mais volátil do que o ciclo do produto. Os dados disponíveis para o período compreendido entre 1990 e 2016 mostram que a duração média do ciclo do PIB (definida como a soma da duração dos ciclos de contração e expansão) tende a duplicar a do ciclo do investimento, tanto no âmbito regional como sub-regional, e o fato de o investimento ter um ciclo mais curto implica sua maior volatilidade. Em segundo lugar, o investimento tende a experimentar contrações mais intensas do que o PIB e o resto dos componentes da demanda agregada em geral, inclusive o consumo e as exportações. Finalmente, os dados indicam que as fases recessivas do ciclo do investimento se refletem com maior duração e intensidade na construção do que no setor de máquinas e equipamentos.

Após a análise do ciclo do investimento, o capítulo examina seus determinantes do ponto de vista econométrico. Entre as variáveis explicativas encontram-se o índice de atividade, a taxa da política monetária interna, a taxa de juros externa, os preços das matérias-primas, a taxa de câmbio real e um indicador de risco, o índice de títulos de mercados emergentes (EMBI). A importância dos determinantes é estabelecida através de uma análise econométrica e uma análise de decomposição do desvio da taxa de crescimento do investimento em relação à sua média (R^2), que permite identificar a importância relativa destas variáveis.

O estudo econométrico concentrou-se num grupo de países (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru), e os resultados mostram que, no nível macro, as variáveis mais relevantes são o nível de atividade, os preços das matérias-primas e o índice de risco. Ao examinar estes resultados no âmbito nacional e avaliar a importância relativa das variáveis, observa-se que variam dependendo do tamanho e da estrutura produtiva dos países. Por exemplo, a importância da atividade econômica como determinante do investimento é maior nas economias maiores, que também apresentam maior diversificação setorial. Por outro lado, nas economias mais especializadas em recursos naturais os preços das matérias-primas explicam uma proporção significativa do investimento.

Finalmente, o capítulo examina os determinantes do investimento das empresas. Para isso, analisa os indicadores dos balanços e dos demonstrativos de situação financeira de uma amostra de 2.228 empresas da Argentina, Brasil, Chile, Colômbia,

México e Peru que negociam ações no mercado de valores de seus respectivos países e que compreendem 34 setores de atividade econômica. Avalia-se o impacto dos demonstrativos financeiros no investimento empresarial analisando a relação entre fluxos de caixa, alavancagem e investimento.

A aplicação de um modelo de umbral não linear a um subconjunto das empresas consideradas mostra uma relação negativa entre o fluxo de caixa e o investimento além de um umbral do coeficiente de alavancagem de 0,77, bem como uma relação negativa entre as taxas de juros reais internacionais e o investimento. Este aspecto financeiro do investimento não foi devidamente analisado no caso da América Latina e do Caribe; esses resultados podem explicar em parte por que nos países incluídos nesta amostra a taxa de crescimento do investimento diminuiu entre 2012 e 2015.

O capítulo IV estuda a dinâmica do investimento em quatro países da região: Argentina, Chile, Colômbia e México, que em conjunto representam 42% do investimento regional e 41% do PIB da região.

Assim como na análise regional, no âmbito nacional o investimento mostra um aumento tendencial, sobretudo a partir da década de 2000. A decomposição por ativos também mostra uma maior importância da construção em relação a máquinas e equipamentos, embora este seja o componente que mostra o comportamento mais dinâmico no tempo. Ambos os fatos estilizados são positivos. Um maior investimento implica maiores oportunidades de crescimento, e o dinamismo mais pronunciado de máquinas e equipamentos assenta as bases para crescer por meio da produtividade e da inovação, o que poderia compensar as taxas baixas, e às vezes negativas, de crescimento da produtividade total dos fatores. Dado que o setor de máquinas e equipamentos é composto essencialmente de insumos importados, para aumentar a produtividade e a inovação é preciso melhorar a capacidade de financiamento e competitividade das economias da América Latina e do Caribe.

A análise dos determinantes do investimento no âmbito nacional indica uma dupla causalidade entre investimento e PIB. O investimento não só determina o crescimento econômico em virtude do aumento da demanda agregada (efeito multiplicador), mas também depende do crescimento econômico. Ante um aumento do crescimento, observa-se que as empresas investem mais e criam capacidade produtiva (efeito acelerador). Esta dupla causalidade apresenta um importante desafio de política econômica: para manter o crescimento e o investimento no tempo, é preciso articular a utilização e a criação de capacidade.

Por último, os estudos de caso mostram a importância das variáveis associadas ao setor externo, sejam as taxas de juros internacionais, a taxa de câmbio real, os fluxos financeiros ou os termos de troca. Em economias tão abertas como as da América Latina e do Caribe, isto implica que o desempenho do investimento e do crescimento é altamente dependente das condições externas, particularmente nas economias cuja estrutura produtiva e composição do investimento estão muito concentradas em setores expostos aos vaivéns da economia internacional.

www.cepal.org



Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL)
Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)
www.cepal.org