

Por que o Brasil Investe Tão Pouco?

Fernando de Holanda Barbosa Filho

Introdução

- O Brasil encontra-se estagnado desde o início da década de 1980, com alguns períodos de mais crescimento (2003-2008) e depois seguido de períodos de baixo crescimento.
- Ao mesmo tempo, observa-se uma baixa taxa de investimento no país.
- A poupança pública se tornou negativa na década de oitenta também.
- A poupança privada é a base da poupança doméstica desde a década de oitenta.

Introdução

- Ao mesmo tempo, sempre que se observa uma aceleração do crescimento, observamos uma redução do saldo comercial, concomitantemente com a apreciação cambial.
- Aceleração de investimentos vem acompanhada de déficits elevados, com a utilização de poupança externa.
- Isto revela-se um problema, pois a aceleração do crescimento brasileiro vem acompanhada de vulnerabilidade externa.



Relação entre Poupança e Câmbio

Relação entre Poupança e Câmbio

- Numa pequena economia aberta como a brasileira, a taxa de juros doméstica é definida pela taxa de juros internacional adicionada de um componente de risco-Brasil.

$$r = r^* + RBr$$

- Logo, a diferença entre a poupança doméstica e o investimento com relação a taxa de juros r , definirá a taxa de câmbio real (E) e o fluxo de comércio (NX).
- $S(r) - I(r) = NX(E)$

Relação entre Poupança e Câmbio

- Desta forma, em períodos de aceleração de crescimento, o investimento crescendo de forma acelerada tende a gerar uma apreciação cambial caso a poupança doméstica não responde de forma similar. PASTORE et alii (2008) mostram este fenômeno.
- Em casos em que um impulso fiscal seja determinante no crescimento, ocorre uma redução da poupança do governo e uma apreciação cambial.
- Logo, a falta de incentivo a poupança doméstica privada e a adoção de uma política fiscal compatível, fazem com que a taxa de câmbio real doméstica tenda a apreciar em períodos de crescimento mais acelerado.

Relação entre Poupança e Câmbio

- Desta forma, em períodos de aceleração de crescimento, o investimento crescendo de forma acelerada tende a gerar uma apreciação cambial caso a poupança doméstica não responde de forma similar.
- Em casos em que um impulso fiscal seja determinante no crescimento, ocorre uma redução da poupança do governo e uma apreciação cambial.
- Logo, a falta de incentivo a poupança doméstica privada e a adoção de uma política fiscal compatível, fazem com que a taxa de câmbio real doméstica tenda a apreciar em períodos de crescimento mais acelerado.



Poupança

Poupança

- A poupança doméstica pode ser separada em diferentes componentes: poupança privada e poupança do governo.
- A poupança privada pode ser separada de diversas formas. Aqui separo como poupança das famílias e das empresas.
- A poupança das famílias depende de uma série de fatores: precaucional, ciclo de vida (aposentadoria), herança e etc...
- A poupança das empresas depende do lucro e dos incentivos de tributação das mesmas.
- A poupança pública resulta da diferença entre a arrecadação do governo e seus gastos. Obviamente, esta última é resultado/afetada pela política fiscal.

Poupança

	Poupança	Poupança Pública	Poupança Privada	Poupança externa	Investimento	Investimento Preços constantes (1999)
1947-1950	12,7	2,6	10,1	-0,7	13,4	22,5
1951-1960	15,4	1,9	13,4	-0,1	15,5	24,9
1961-1970	17,7	1,3	16,4	1,3	16,4	23,1
1971-1980	19,1	3,4	15,7	-2,8	21,9	30,2
1981-1990	20,2	-1,7	21,9	-1,7	21,9	22,9
1991-2000	18,1	-1,0	19,0	-0,8	18,8	19,2
2001-2010	17,4	-1,8	19,1	-0,8	18,2	18,5
>2010	17,0	-1,6	18,6	-3,0	20,0	21,2

Poupança das Famílias

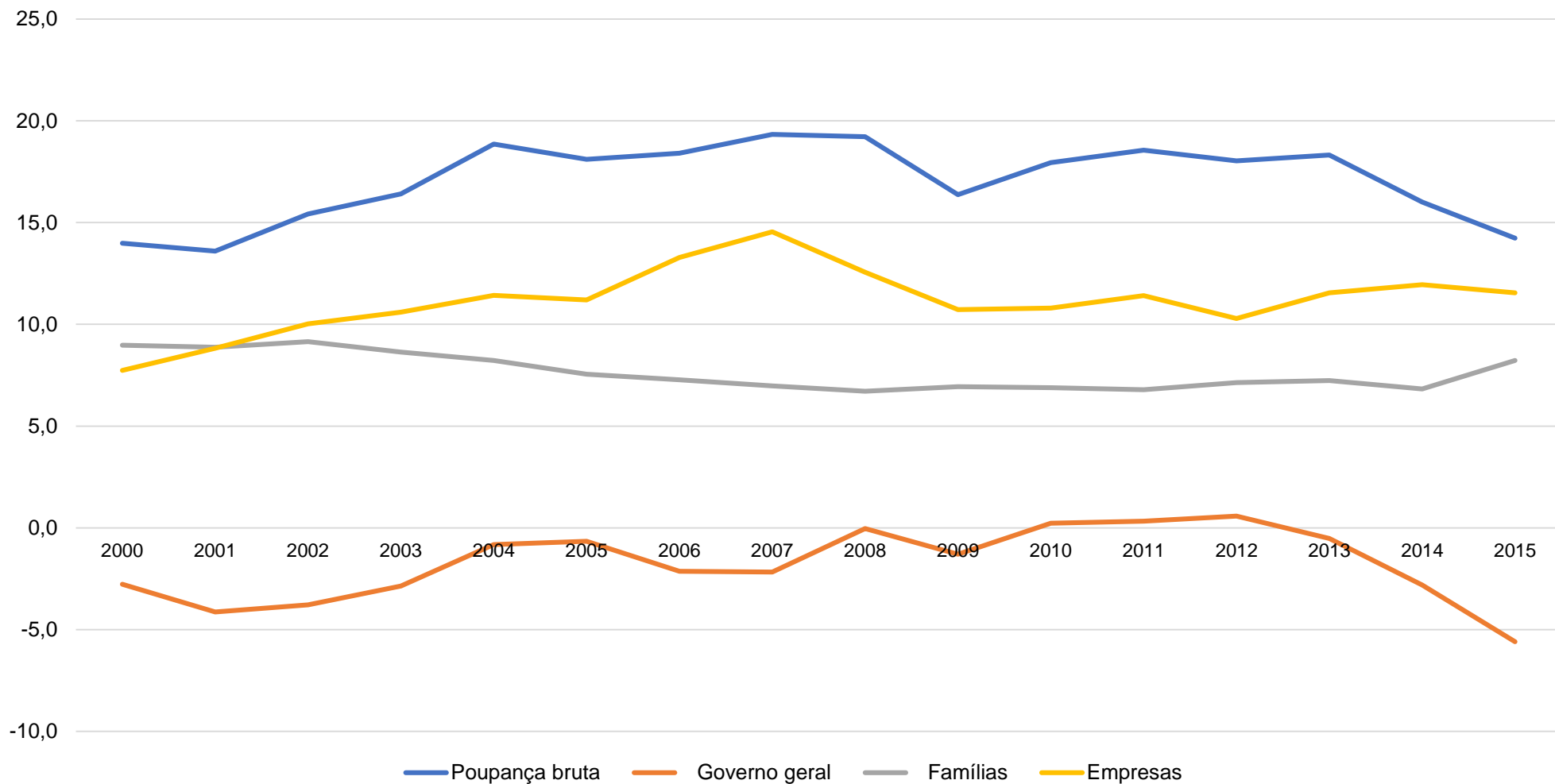
- A constituição brasileira incluiu uma série de seguros que reduzem a necessidade de poupança por motivo precaucional.
- Adicionalmente, nossa generosa previdência reduz o motivo de poupança para aposentadoria devido a suas regras.
- Empregados que ganham até o teto do INSS não necessitam poupar para a velhice pois possuem taxa de reposição de 100% de seu salário.
- Como o teto do INSS se encontra em R\$5645,80. Uma renda de R\$4000 encontra-se no percentil 90 da distribuição de renda, enquanto que o valor de R\$6000 representa o percentil 95.
- Ou seja, o teto do INSS cobre quase 95% da distribuição da renda do trabalho.

Poupança das Famílias

- Adicionalmente, os servidores públicos tinham salários integrais mesmo acima do teto, mas uma vez reduzindo o incentivo para poupança por motivo de aposentadoria.
- Isso reduz não somente a poupança privada, como impõe gastos importantes ao governo, reduzindo a poupança do mesmo.
- Brito e Viana (2014) e Brito e Minari (2015) mostram este ponto do desincentivo para a poupança privada o Brasil.

Poupança

Evolução Recente Taxa de Poupança

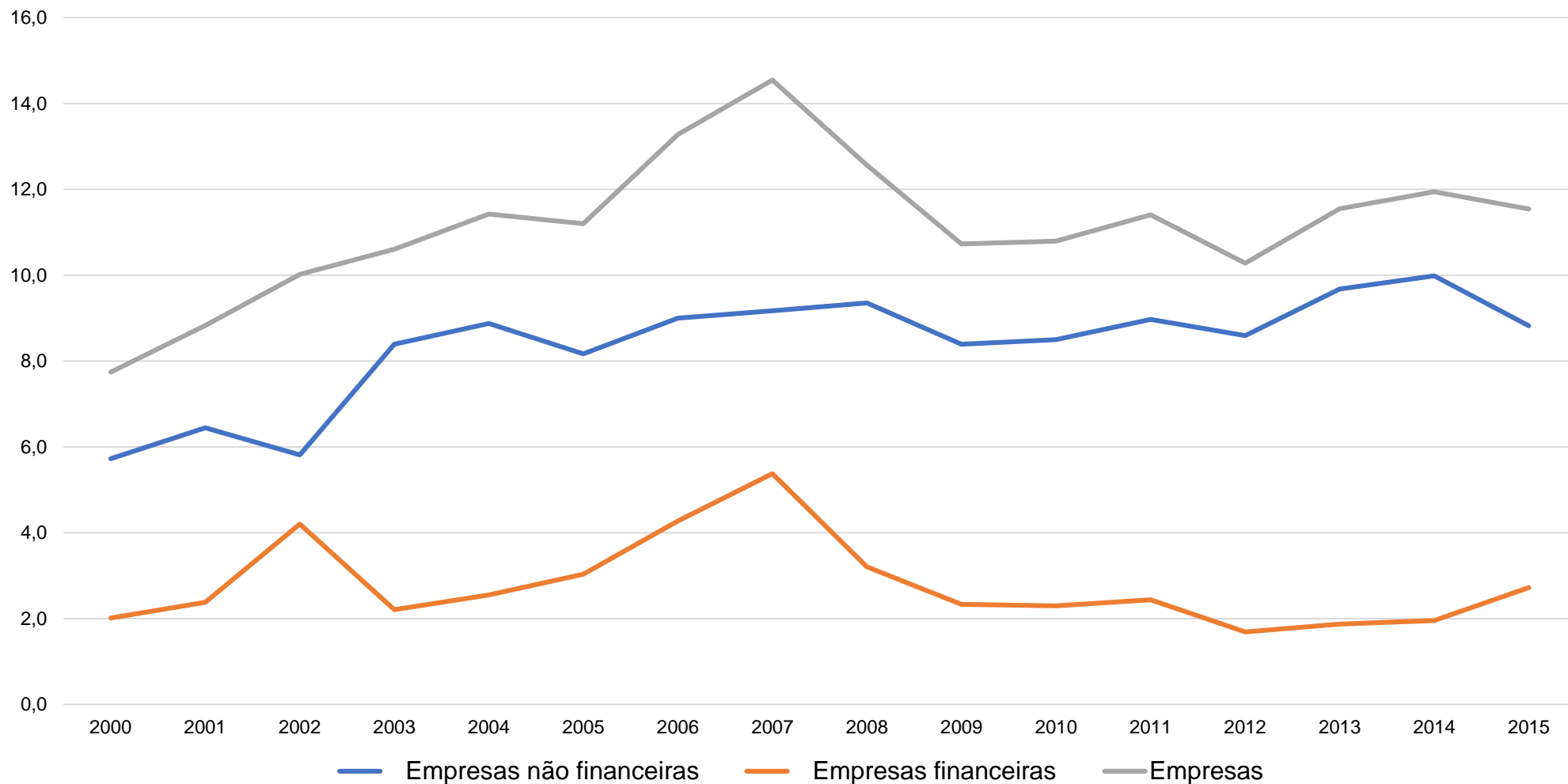


Poupança das Empresas

- A poupança das empresas depende da lucratividade das mesmas e das regras de retenção de lucros e dividendos.
- Uma economia na qual o lucro das empresas seja mais baixo, gera menor taxa de poupança. Ou seja, que elevem os tributos e contribuições das empresas reduzem a poupança das empresas.
- Regras que obriguem distribuição de lucros e dividendos também.
- Regras instáveis também possuem efeito negativo na poupança das empresas.

Poupança das Empresas

Poupança das Empresas

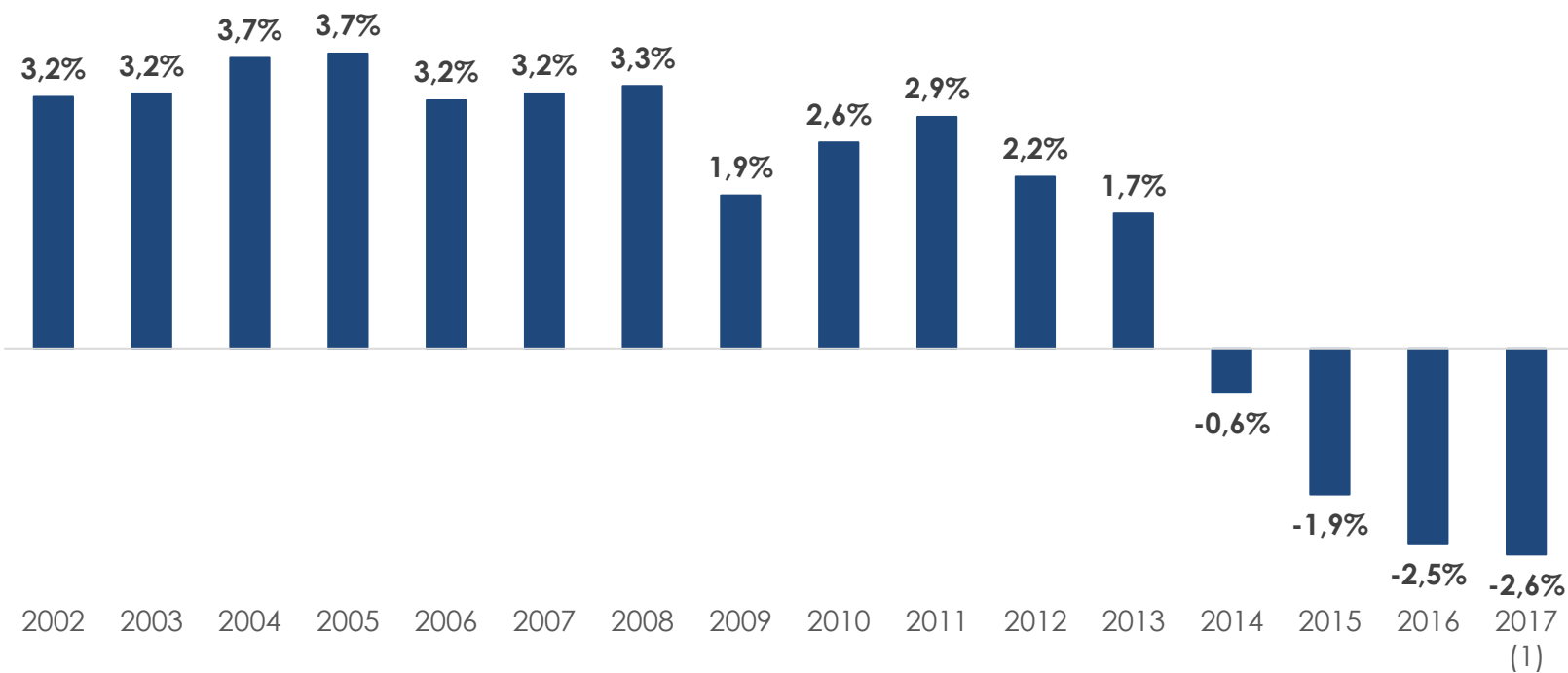


Poupança Pública

- A poupança pública está negativa e somente um forte ajuste fiscal pode fazer seu valor se tornar positivo e o governo parar de disputar recursos das famílias com o setor privado para facilitar a retomada investimentos.
- O risco país cairia com um política austera que nos tire da trajetória explosiva. Com isso, a taxa de juros cairia.
- A recomposição da poupança pública abriria espaço para investimentos públicos com alto retorno social, fortalecendo novos investimentos privados e o crescimento do país.

Resultado Primário

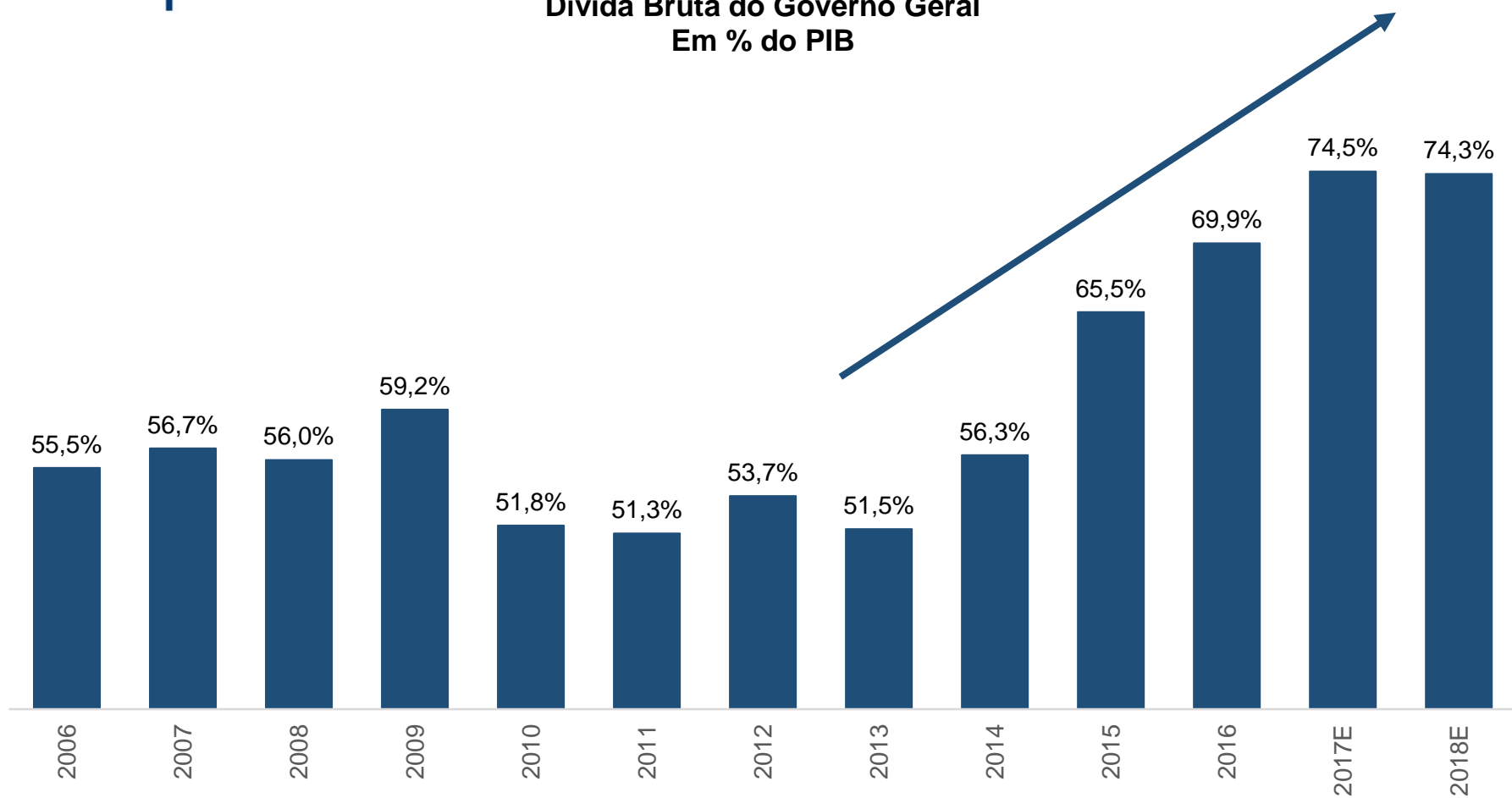
Resultado Primário do Setor Público Consolidado
Valores em % do PIB



Fonte: Banco Central. Elaboração própria.
(1) 2017 acumulado em 12 meses até junho.

Situação Fiscal

Dívida Bruta do Governo Geral
Em % do PIB



Poupança: comparação internacional

	Poupança Total	Famílias	Empresas Financeiras	Governo	Empresas não financeiras
África do Sul*	15,08%	1,37%	0,41%	2,81%	10,49%
Alemanha**	24,28%	11,52%	0,92%	1,09%	10,75%
Áustria**	25,41%	9,31%	1,11%	2,04%	12,95%
Brasil***	17,05%	7,68%	-1,78%	2,79%	8,37%
Colombia*	19,79%	6,80%	1,77%	1,16%	10,06%
Espanha**	19,74%	8,28%	-0,03%	2,26%	9,23%
França**	18,83%	10,30%	-0,80%	1,83%	7,49%
Itália*	18,41%	9,78%	-0,24%	1,48%	7,40%
México****	24,30%	8,20%	2,16%	1,26%	12,67%
Portugal*	12,16%	7,06%	-3,83%	3,00%	5,93%
Reino Unido**	13,94%	3,34%	-3,43%	2,92%	11,11%
USA****	13,05%	6,39%	-3,98%	3,05%	7,58%
China	54%	23%	12%	19%	

Fonte: OCDE e IBGE, para China Ghemawata (2011).

Poupança: comparação internacional

Text table. China: Comparing Saving with Other Countries.1/
(in percent of GDP)

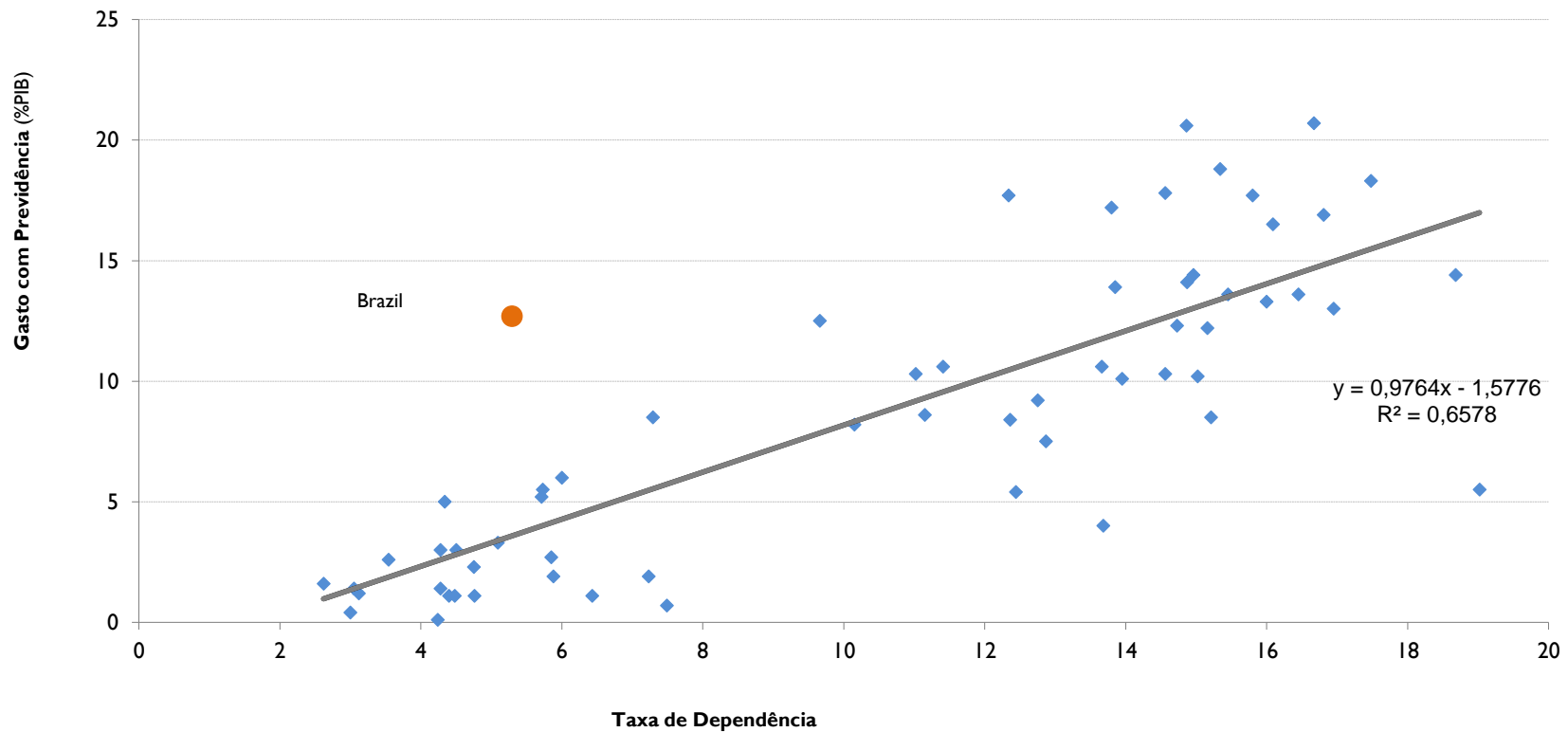
	China	United States	France	Japan	Korea	Mexico
Total Domestic Savings	42.5	14.3	20.7	25.5	31.0	20.8
Difference China-others <i>due to:</i>		28.2	21.8	17.0	11.5	21.7
Household saving		11.8	5.8	8.4	12.1	8.6
Enterprise saving		8.6	9.4	-0.5	4.1	8.3
Government saving		7.9	6.7	9.2	-4.7	4.8

Source: NBS (national accounts), via CEIC, and OECD National Accounts.

Data for China is for 2003, for Mexico for 2001, and for other countries for 2002.

1/ For details, see Table 2.

Gasto Previdenciário

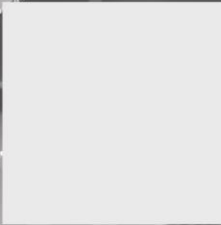




Investimento

Investimento

- Desta forma, a baixa poupança doméstica, não é capaz de financiar o investimento de forma satisfatória.
- Uma elevação do investimento dependeria de capital externo (poupança externa) como no passado.
- O problema é que financiamento externo eleva a vulnerabilidade externa do país (crises de balanço de pagamentos) por não termos uma moeda conversível.
- Além disso, elevação do investimento deprecia o câmbio de equilíbrio.



Crescimento

Crescimento

- O crescimento brasileiro elevado que permitiu um rápido catching up até a década de 1980, desapareceu desde então.
- Não temos conseguido elevar o investimento e o PIB e PIB per capita desde então.
- Temos problemas sistemáticos de produtividade do capital baixa.

	Crescimento PIB per capita	PIB
1950-1960	4,2	7,1
1960-1970	3,1	6,0
1970-1980	5,8	8,3
1980-1990	-0,6	1,6
1990-2000	0,9	2,6
2000-2010	2,4	3,6
2010-2017	-0,4	0,4

Crescimento

- O crescimento brasileiro elevado que permitiu um rápido catching up até a década de 1980, desapareceu desde então.
- Não temos conseguido elevar o investimento e o PIB e PIB per capita desde então.
- Temos problemas sistemáticos de produtividade do capital baixa.

	Crescimento PIB per capita	PIB
1950-1960	4,2	7,1
1960-1970	3,1	6,0
1970-1980	5,8	8,3
1980-1990	-0,6	1,6
1990-2000	0,9	2,6
2000-2010	2,4	3,6
2010-2017	-0,4	0,4

Milagre Asiático

- O crescimento asiático ocorre em ambiente de elevada taxa de poupança.
- Desta forma, não surpreende a elevada taxa de poupança.

Tabela 8: Poupança por País

	Brasil	França	EUA	China	Coréia do Sul	Singapura	Japão	Hong Kong
1980	17,96	22,85	19,47	32,59	25,01	31,89	30,73	33,42
1990	19,35	20,89	15,82	39,22	37,58	43,03	33,62	35,13
2000	14,49	21,35	18,09	36,83	33,34	43,99	27,63	31,67
2009	18,03	17,71	12,21	52,23	32,42	48,42	23,54	29,40

- Se quisermos elevar o investimento e não ter taxa de câmbio apreciada temos que elevar a poupança doméstica, principalmente a pública.

Conclusão

- A baixa poupança doméstica impõe restrições à elevação da taxa de investimento.
- Neste contexto, a baixa taxa de poupança doméstica também gera um ambiente de apreciação cambial.
- A redução da taxa de poupança (negativa) do setor público drena recursos do investimento.
- Adicionalmente, os elevados déficits contribuem para elevar o risco país e o juros doméstico, reduzindo ainda mais o investimento.

Conclusão

- Um forte ajuste fiscal é necessário para recuperar a poupança pública e, com isso, a capacidade de investimento do setor público.
- Uma reforma da previdência que crie idade mínima e reduza a taxa de reposição do benefício previdenciário tende a elevar a poupança privada.
- O mesmo ocorreu com a reforma da previdência do setor público que acabou com a integralidade.

Referências

PASTORE, A. C.; PINOTTI, M. C.; ALMEIDA, L. P. (2008). "Câmbio e crescimento: o que podemos aprender?" In: BARROS, O.; GIAMBIAGI, F. (orgs.). *Brasil Globalizado*. Campus: Rio de Janeiro.

BRITO, RICARDO e MINARI, P. T. P. (2015) . Será que o brasileiro está poupando o suficiente para se aposentar?. *Revista Brasileira de Finanças (Impresso)*, v. 13, p. 1-39.

BRITO, RICARDO e Viana, C. (2014) . "Macroeconomic Effects on the Demographic Transition in Brazil. Mimeo.



INSTITUTO
BRASILEIRO
DE ECONOMIA

 fgv.br/ibre