



# Por que o Brasil investe e poupa pouco?

**José Luis Oreiro**

Professor Associado do Departamento de Economia da  
Universidade de Brasília

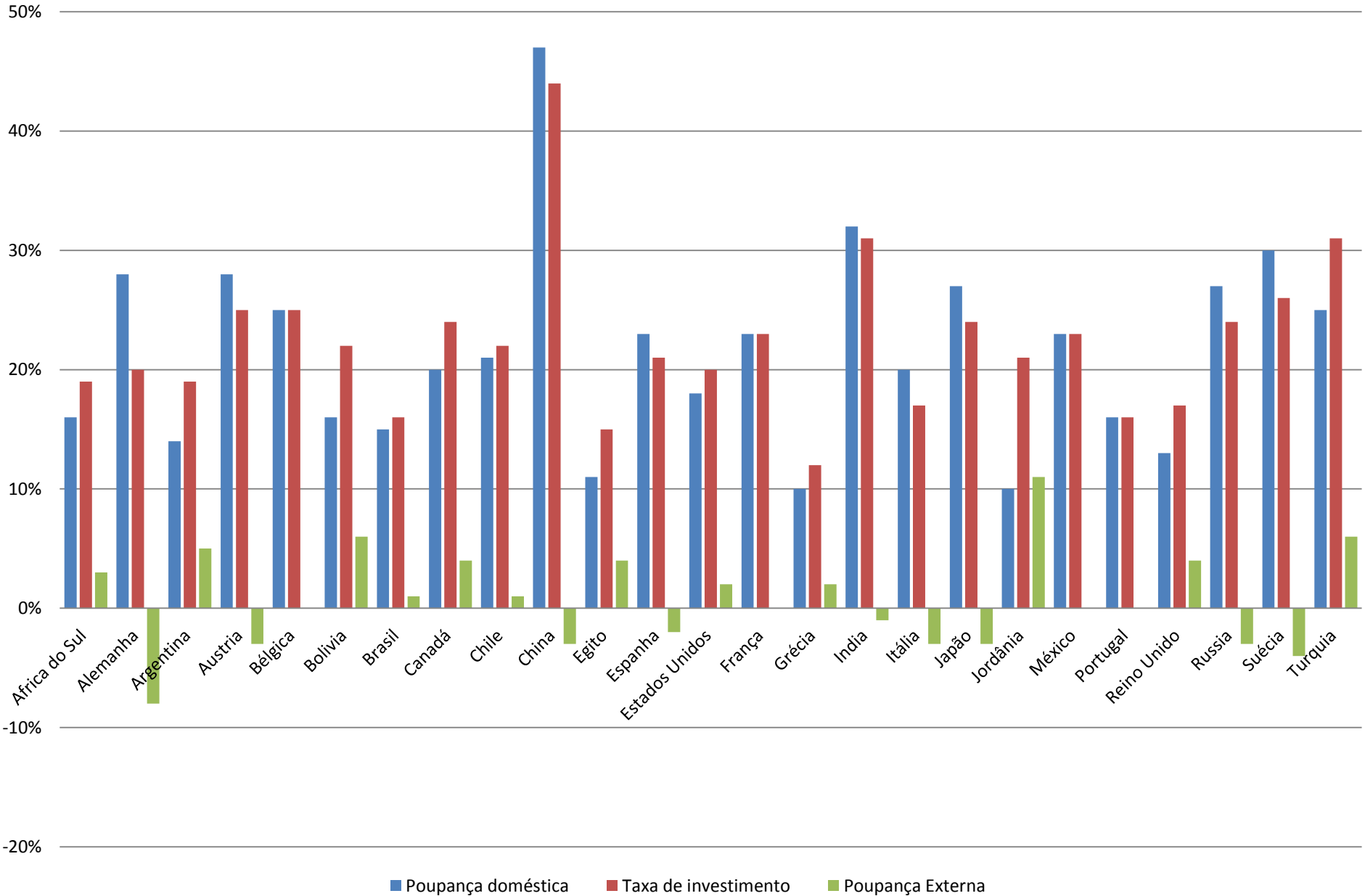
Pesquisador Nível IB do CNPq

Líder do Grupo de Pesquisa “Macroeconomia Estruturalista do  
Desenvolvimento”

**Luciano Ferreira Gabriel**

Professor Adjunto do Departamento de Economia da  
Universidade Federal de Viçosa

# Investimento, Poupança Doméstica e Poupança Externa % PIB, Países Seleccionados, 2017, Banco Mundial



# Investimento e Poupança, Brasil X Países (Banco Mundial, 2017)

	Taxa de Investimento	Poupança Doméstica	Poupança Externa
Alemanha	20%	28%	-8%
França	23%	23%	0%
Itália	17%	20%	-3%
Reino Unido	17%	13%	4%
Espanha	23%	21%	2%
Estados Unidos	18%	20%	-2%
Japão	24%	27%	-3%
Canadá	24%	20%	4%
Brasil	16%	15%	1%
Média	20,22%	20,78%	-0,56%

# Investimento e Poupança nos BRICS (2017)

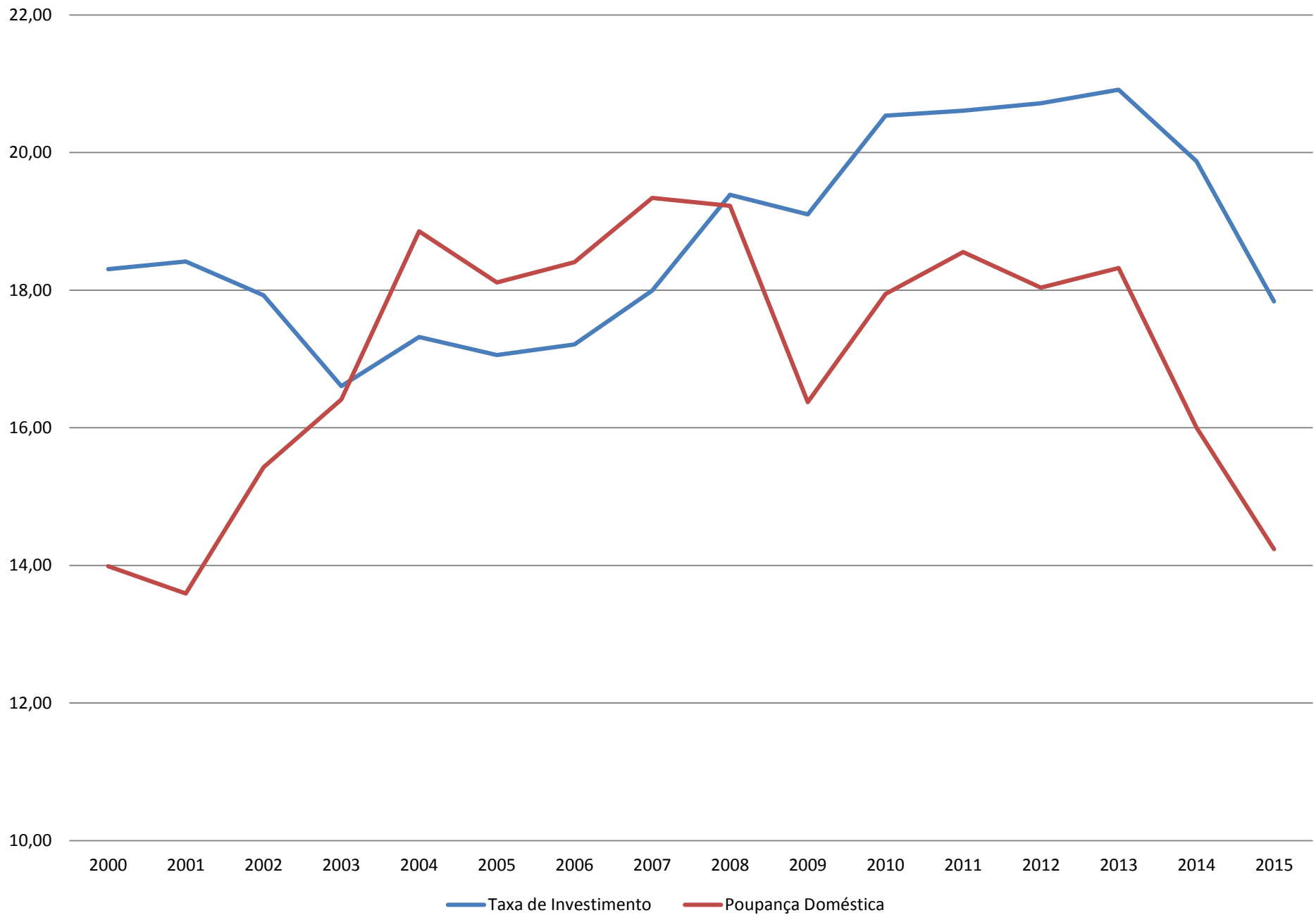
	Taxa de Investimento	Poupança Doméstica	Poupança Externa
Africa do Sul	19%	16%	3%
Brasil	16%	15%	1%
China	44%	47%	-3%
India	31%	32%	-1%
Russia	24%	27%	-3%
Média	26,80%	27,40%	-0,60%

Fonte: Banco Mundial

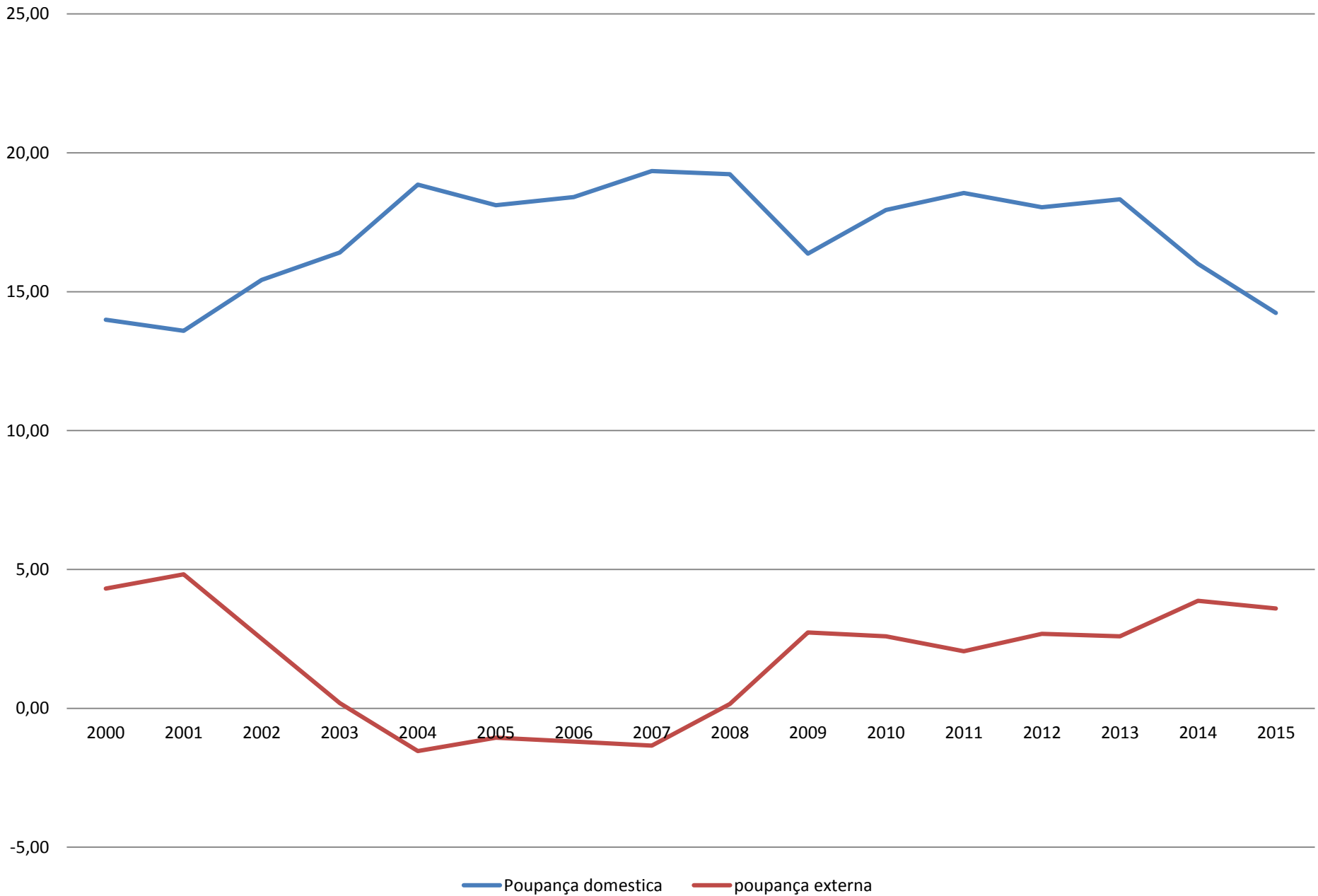
# Investimento e Poupança nas três grandes economias da América Latina (Banco Mundial, 2017)

	Taxa de Investimento	Poupança Doméstica	Poupança Externa
Argentina	17%	14%	3%
Brasil	16%	15%	1%
México	23%	23%	0%
Média	18,67%	17,33%	1,33%

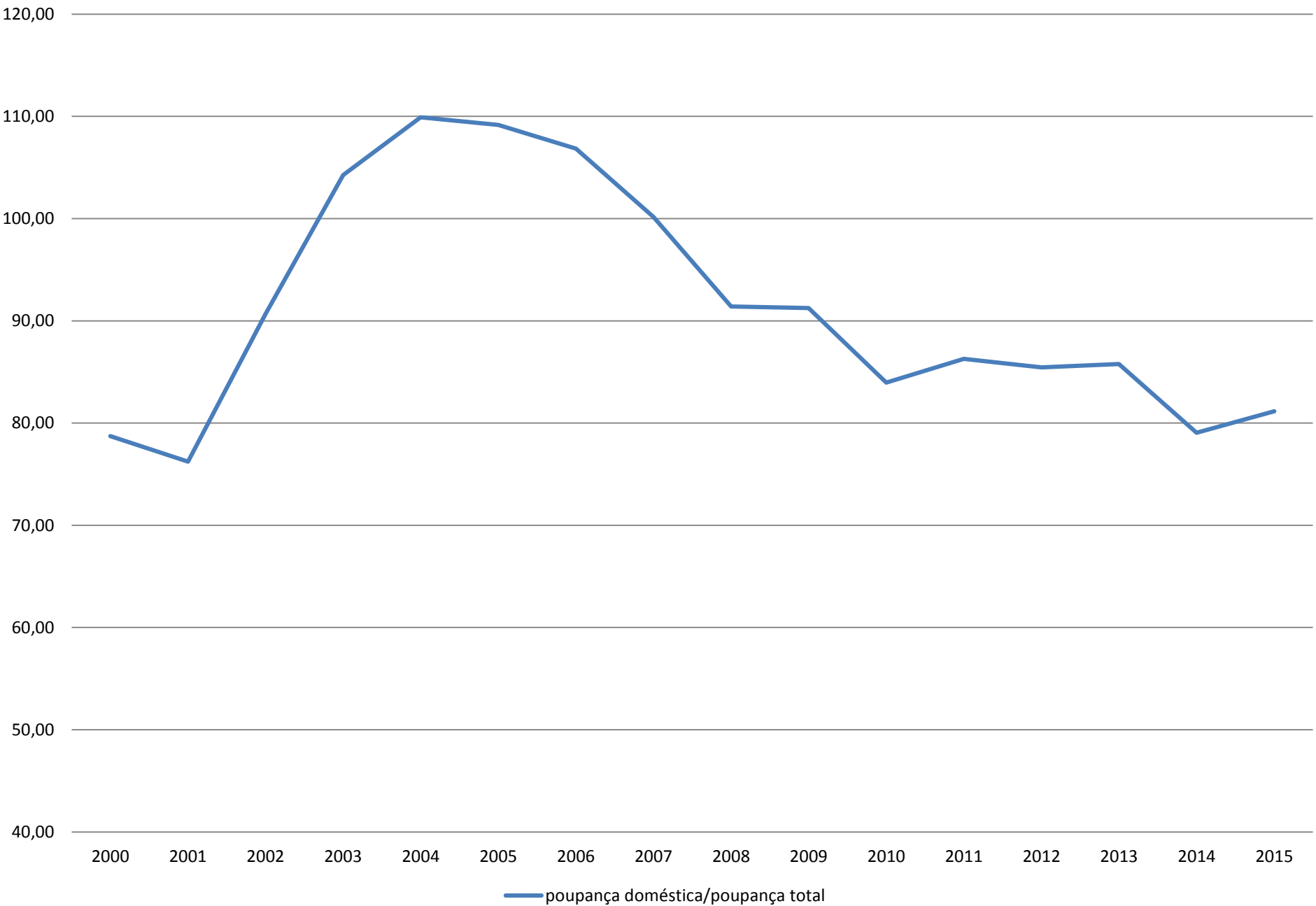
# Taxa de Investimento e Poupança Doméstica como % PIB (2000-2015)



## Poupança Doméstica e Poupança Externa % PIB (2000-2015)



## Poupança Doméstica como % da Poupança Total (2000-2015)

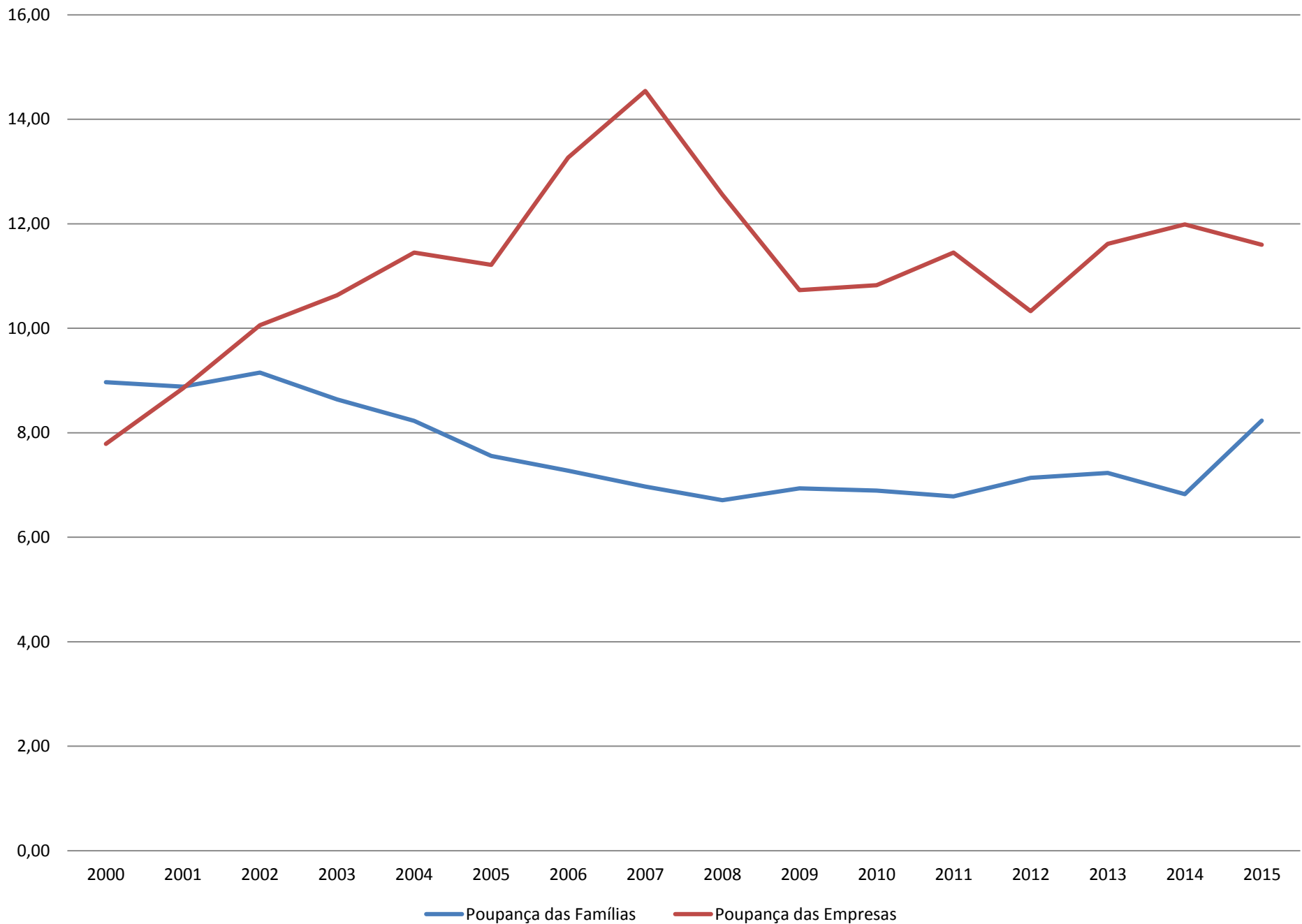




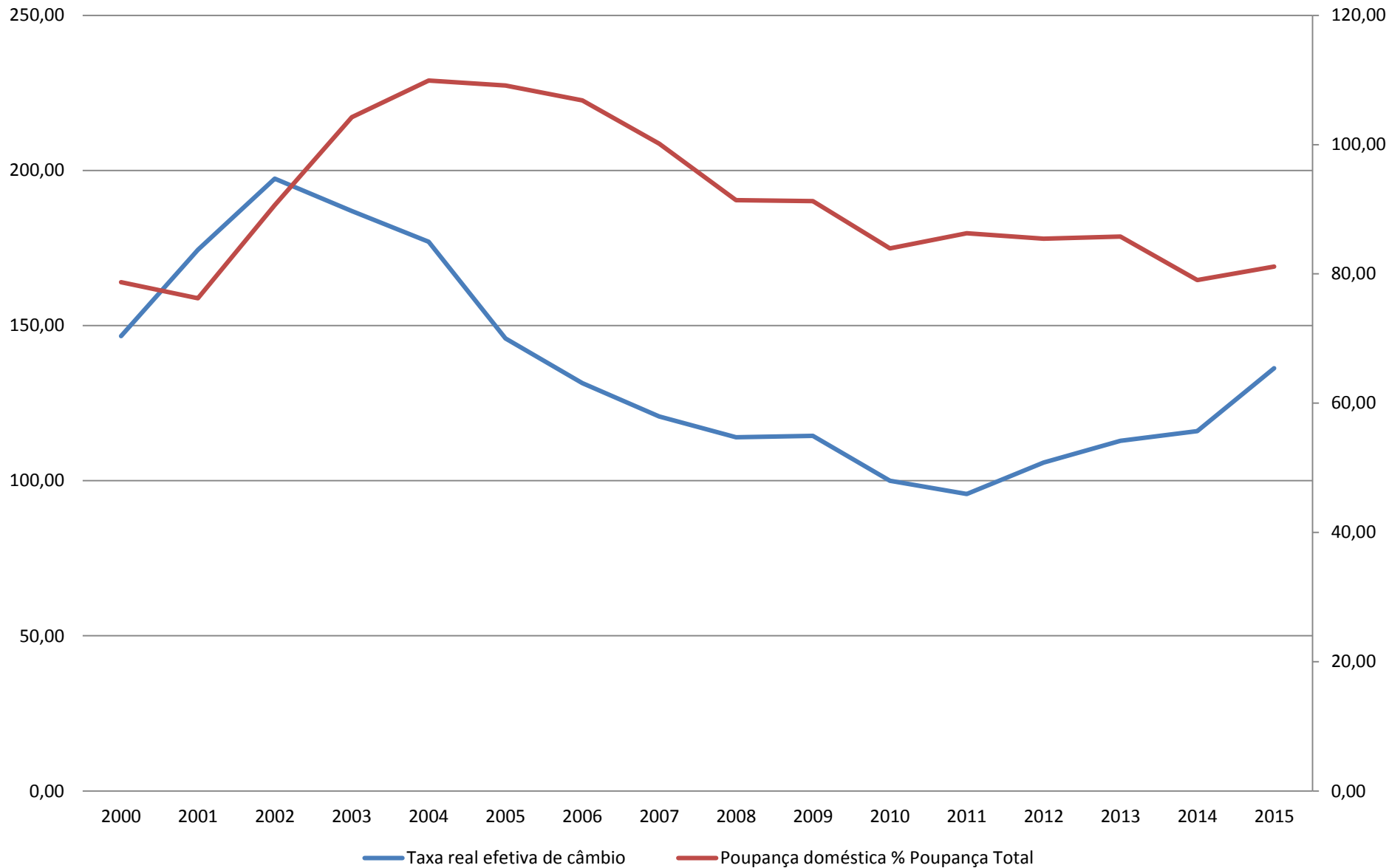
## Poupança do Governo e Poupança Externa % PIB (2000-2015)



# Poupança das Empresas e Poupança das Famílias % PIB (2000-2015)



# Taxa Real Efetiva de Câmbio e Participação da Poupança Doméstica na Poupança Total (2000-2015)



# Correlação entre as séries

	Brasil (2000-2015)	Países Selecionados (2017)
Investimento-Poupança Doméstica	0,2	0,87
Poupança Doméstica-Poupança Externa	-0,75	-0,65
Poupança do Governo-Poupança Externa	-0,33	N.D
Poupança das Empresas-Poupança das Famílias	-0,65	N.D
Taxa Real Efetiva de Câmbio-Participação da Poupança Doméstica	0,3	N.D

# Fatos Estilizados

- Na comparação com os países desenvolvidos e com os BRICS, o Brasil possui uma baixa taxa de investimento e de poupança.
- A correlação entre investimento e poupança doméstica no Brasil é muito baixa, ao contrário do que se observa nos demais países.
  - O investimento não “cria” a sua própria poupança no Brasil.
  - Aceleração do investimento no Brasil está associado com aumento da poupança externa.
- A correlação entre poupança externa e poupança doméstica no Brasil é fortemente negativa, indicando que a poupança externa e a poupança doméstica são substitutos, ao invés de complementares.
- A correlação entre poupança externa e poupança do governo é moderadamente negativa, indicando que uma redução da poupança do governo está associada a um aumento da poupança externa.
- Poupança das empresas é 1/3 maior do que a poupança das famílias, o que confirma a hipótese Kaldoriana de que as empresas, não as famílias, são a principal fonte de poupança do setor privado.
- A correlação entre a poupança das empresas e a poupança das famílias é fortemente negativa, porém bem menor do que a unidade.
  - Indício de que vale a hipótese do “véu corporativo”: as decisões de poupança dos acionistas das empresas não neutralizam mudanças na política de dividendos das empresas.
- A participação da poupança doméstica na poupança total apresenta uma correlação moderadamente positiva com a taxa real efetiva de câmbio.
  - A apreciação da taxa real de câmbio está associada a redução da participação da poupança doméstica na poupança total e, dessa forma, a substituição de poupança doméstica por poupança externa

# Determinantes da Taxa de Poupança Doméstica

- Pelo Princípio da Demanda Efetiva de Keynes, o investimento determina logicamente e temporalmente a poupança.
- Numa economia fechada e sem governo um aumento do investimento irá gerar um aumento exatamente proporcional na poupança doméstica.
- Numa economia aberta, contudo, a composição da poupança – ou seja, a sua repartição entre poupança doméstica e poupança externa – é uma questão que não pode ser respondida pelo Princípio da Demanda Efetiva.

# A Poupança Doméstica na Teoria Neoclássica

- Teoria Neoclássica: A poupança é o resultado das decisões individuais dos agentes econômicos entre alocar sua renda entre consumo futuro e consumo presente. Essa alocação depende das preferências intertemporais dos indivíduos, particularmente da taxa de impaciência intertemporal, ou seja, da taxa na qual os indivíduos depreciam o consumo presente relativamente ao consumo futuro.
  - Nesse arcabouço a política fiscal é irrelevante para a poupança doméstica, pois vale a assim chamada **“equivalência Ricardiana”**: Se a poupança do setor público for reduzida por uma redução do resultado primário, então as famílias irão compensar a redução da poupança do governo por intermédio de um aumento da sua própria poupança.
  - Analogamente a política de retenção de lucros das empresas, a qual reflete as suas decisões a respeito da estrutura de capital, também não tem nenhuma influência sobre a poupança doméstica. Se as empresas aumentarem o coeficiente de retenção de lucros, aumentando assim a poupança corporativa, as famílias – que são proprietárias das empresas, irão compensar esse aumento por intermédio de uma redução exatamente proporcional da poupança. **As famílias seriam assim capazes de ver além do “véu corporativo”**.
  - A evidência empírica disponível é avassaladora no sentido tanto de refutar a “equivalência Ricardiana”, como no sentido de endossar a existência do “véu corporativo”
    - Poterba, J. (1987). “Tax Policy and Corporate Savings”. Brookings Papers on Economic Activity, Vol.2.
    - Feldstein, M. (1982). “Government Deficits and Agregate Demand”. Journal of Monetary Economics, Janeiro .
    - Poterba, J; Summers, L. (1987). “Recent U.S evidence on Budget Deficits and National Savings”, NBER Working Paper n 2144.

# A Poupança Doméstica na Teoria Keynesiano-Estruturalista

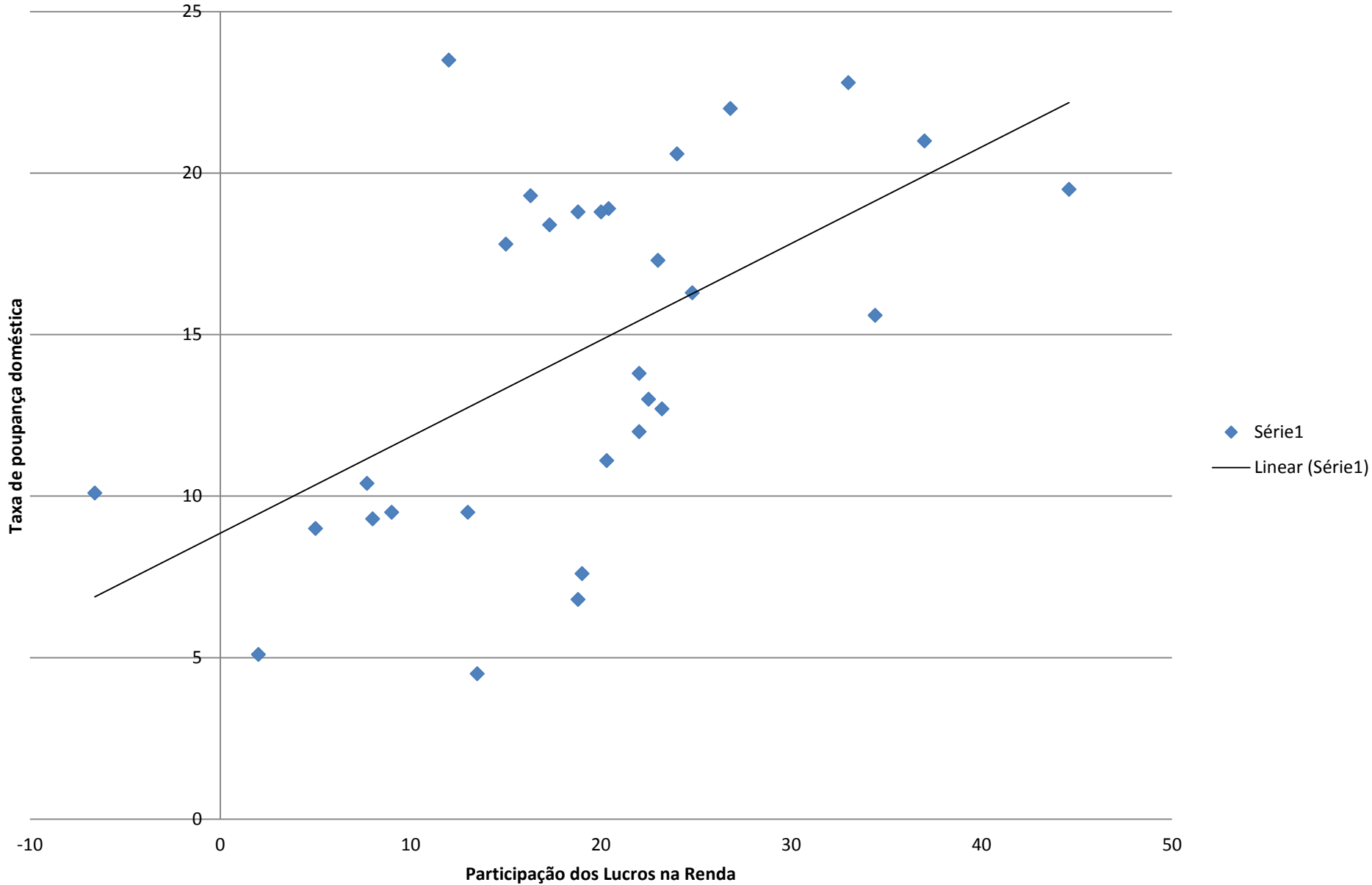
- A taxa de poupança doméstica é uma função da participação dos lucros na renda e do estágio alcançado pelo processo de industrialização da economia.
  - Kaldor (1966): As empresas possuem uma propensão a poupar maior do que as famílias, porque estão sujeitas a pressão competitiva num ambiente de retornos crescentes de escala. Dessa forma, a redistribuição de renda das famílias para as empresas gera uma maior taxa de poupança.
  - Lewis (1954): A transferência de mão-de-obra do setor de subsistência para o setor capitalista ou moderno na economia, característica central do processo de industrialização, gera um aumento da participação dos lucros na renda; pois enquanto durar o “excesso estrutural de força de trabalho”, os salários reais permanecerão estagnados, fazendo com que os ganhos de produtividade sejam apropriados pelos lucros, contribuindo assim para o aumento da taxa de poupança doméstica.



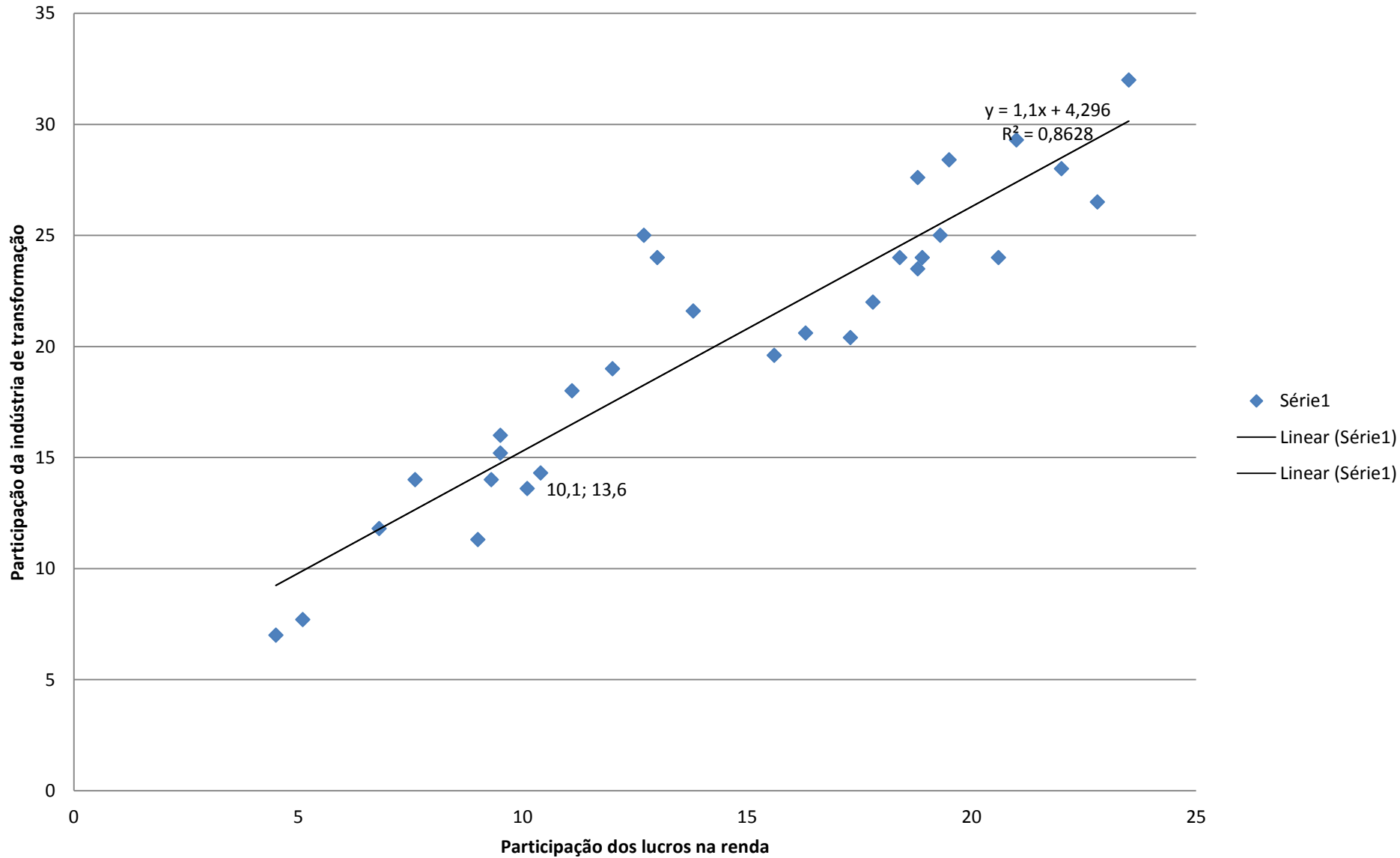
País	Taxa de Poupança	profit share	Manufacturing share
Singapura	44,6	19,5	28,4
Coreia do Sul	37	21	29,3
Indonesia	34,4	15,6	19,6
Tailandia	33	22,8	26,5
Brasil	26,8	22	28
Venezuela	24,8	16,3	20,6
Peru	24	20,6	24
África do Sul	23,2	12,7	25
Colombia	23	17,3	20,4
Mauritânia	22,5	13	24
Costa Rica	22	12	19
Ecuador	22	13,8	21,6
turquia	20,4	18,9	24
India	20,3	11,1	18
Mexico	20	18,8	23,5
Camarões	19	7,6	14
Quênia	18,8	6,8	11,8
Zimbabue	18,8	18,8	27,6
Filipinas	17,3	18,4	24
Uruguai	16,3	19,3	25
Argentina	15	17,8	22
Panama	13,5	4,5	7
Honduras	13	9,5	15,2
Zambia	12	23,5	32
Grécia	9	9,5	16
Egito	8	9,3	14
Bolivia	7,7	10,4	14,3
Etiópia	5	9	11,3
Bangladesh	2	5,1	7,7
Jordânia	-6,6	10,1	13,6

Fonte : Ros (2001, pp.98-99)

# Taxa de Poupança Doméstica e Participação dos Lucros no Valor Adicionado em 31 Países em Desenvolvimento, Média do Período 1988-1992.



# Participação dos Lucros na Renda e Participação da Indústria de Transformação no Valor Adicionado em 31 Países em Desenvolvimento, Média do período 1988-1992



# Determinantes da Taxa de Poupança Corporativa

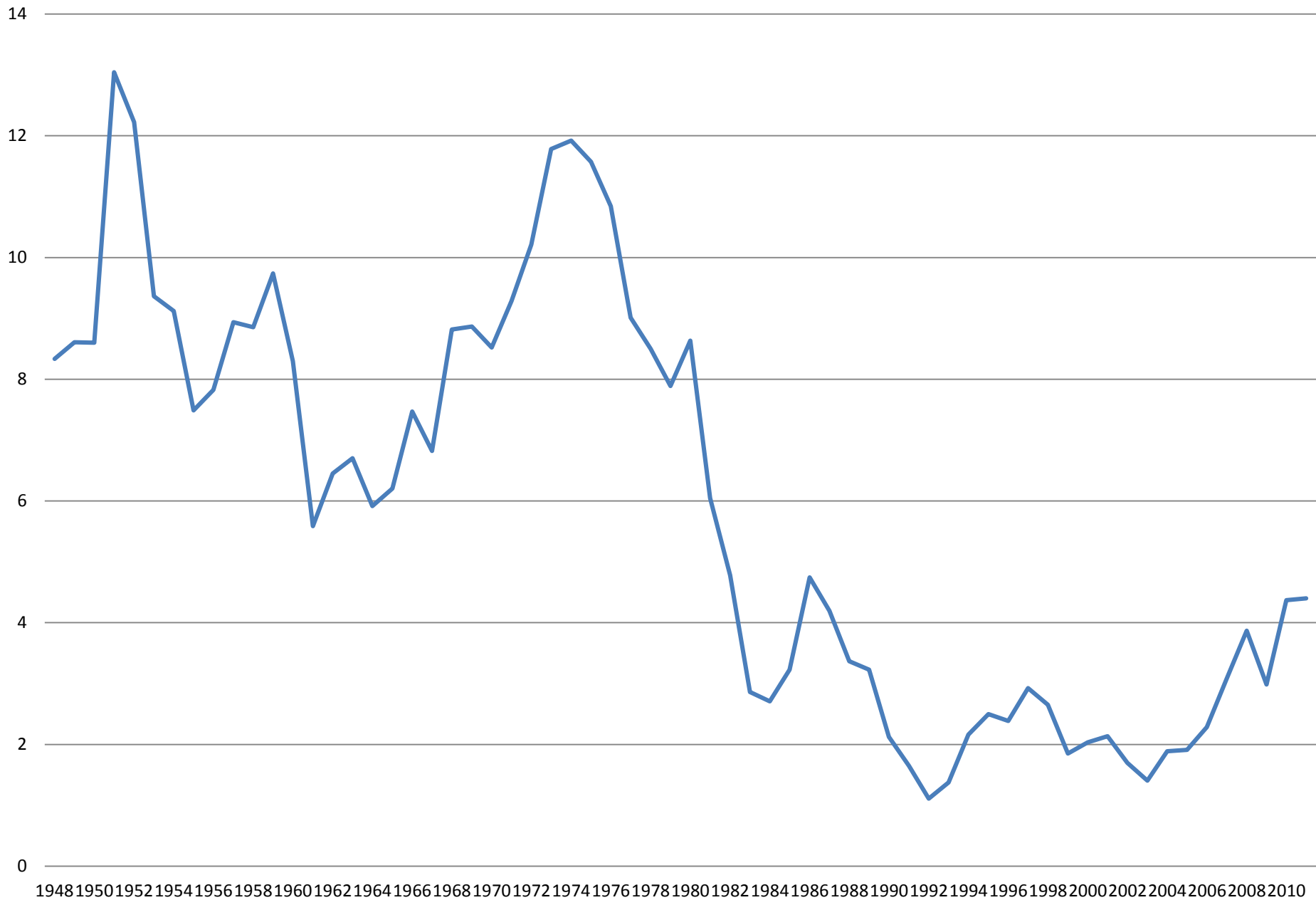
$$\frac{S_F}{Y} = \varepsilon \frac{P}{VAM} \frac{VAM}{Y} = \varepsilon \pi_M \alpha_M$$

Onde:  $\varepsilon$  é o coeficiente de retenção de lucros das firmas;  $\pi_M$  é a participação dos lucros no valor adicionado na manufatura;  $\alpha_M$  é a participação da manufatura no valor adicionado na indústria;  $\frac{S_F}{Y}$  é a poupança das firmas como proporção do PIB.

# Como estimular as empresas a aumentar o coeficiente de retenção de lucros?

Coeficiente de retenção	Alíquota atual (IRPJ+CSLL)	Nova alíquota (IRPJ+CSLL)	Alíquota Máxima IRPF	Alíquota efetiva trib.lucros	Ganho(perda)Arrecadação
100%	34%	21%	27,50%	21,00%	-2,60%
90%	34%	21%	27,50%	23,75%	-1,50%
80%	34%	21%	27,50%	26,50%	-0,40%
70%	34%	21%	27,50%	29,25%	0,70%
60%	34%	21%	27,50%	32,00%	1,80%
50%	34%	21%	27,50%	34,75%	2,90%
40%	34%	21%	27,50%	37,50%	4,00%
30%	34%	21%	27,50%	40,25%	5,10%
20%	34%	21%	27,50%	43,00%	6,20%
10%	34%	21%	27,50%	45,75%	7,30%
0%	34%	21%	27,50%	48,50%	8,40%
Participação dos lucros no VA	40%				

# Taxa de Crescimento do Estoque de Capital no Brasil (1948-2011)



— Taxa de Crescimento do Estoque de Capital

# Desaceleração do ritmo de acumulação de capital no Brasil

Período	Taxa de Crescimento do Estoque de Capital	Taxa de Investimento a Preços Correntes	Preço Relativo dos Bens de Capital	Produtividade do Capital
1980-1984	7,68%	21,26%	1,11	0,72
1985-1989	6,93%	22,93%	1,30	0,63
1990-1994	4,28%	20,35%	1,33	0,63
1995-1999	3,43%	17,19%	1,08	0,57
2000-2004	2,62%	17,04%	1,17	0,57
2005-2009	3,34%	17,81%	1,17	0,58
2010-2012	4,33%	19,13%	1,10	N.A
<b>Var% 1980-2012</b>	<b>-43,53%</b>	<b>-10,42%</b>	<b>+1,53%</b>	<b>-19,93%</b>

# Quais motivos levaram a queda da taxa de investimento?

- A literatura teórica aponta para as seguintes variáveis como determinantes do investimento:
  - Grau de utilização da capacidade produtiva (efeito acelerador)
  - Participação dos lucros na renda (efeito lucratividade)
  - Taxa real de câmbio (efeito competitividade externa).
  - Taxa real de juros (efeito custo do capital).



# Prendam os suspeitos de sempre ...

Período	Taxa de Investimento a preços correntes	Grau de Utilização da Capacidade Produtiva	Taxa Real Efetiva de Câmbio	Taxa Real de Juros (Ex-post)
1980-1984	21,36%	76,9%	102,5	0,03%
1984-1989	22,93%	80,2%	105,9	-4,7%
1990-1994	20,35%	75,4%	88,4	0,2%
1995-1999	17,19%	81,88%	86,2	20,38%
2000-2004	17,04%	80,8%	123,16	9,31%
2005-2009	17,81%	83,4%	88,5	8,58%
2010-2012	19,13%	86,2%	79,54	3,6%
<b>Var% 1980-2012</b>	<b>-10,42%</b>	<b>+9,53%</b>	<b>-22,44%</b>	<b>+10.500%</b>

# Contato



- E-mail:
  - [joreirocosta@yahoo.com.br](mailto:joreirocosta@yahoo.com.br).
- Web-Site
  - [www.joseluisoreiro.com.br](http://www.joseluisoreiro.com.br).
- Blog:
  - [www.jlcoreiro.wordpress.com](http://www.jlcoreiro.wordpress.com).