



Por que o Brasil investe e poupa pouco?

José Luis Oreiro

Professor Associado do Departamento de Economia da
Universidade de Brasília

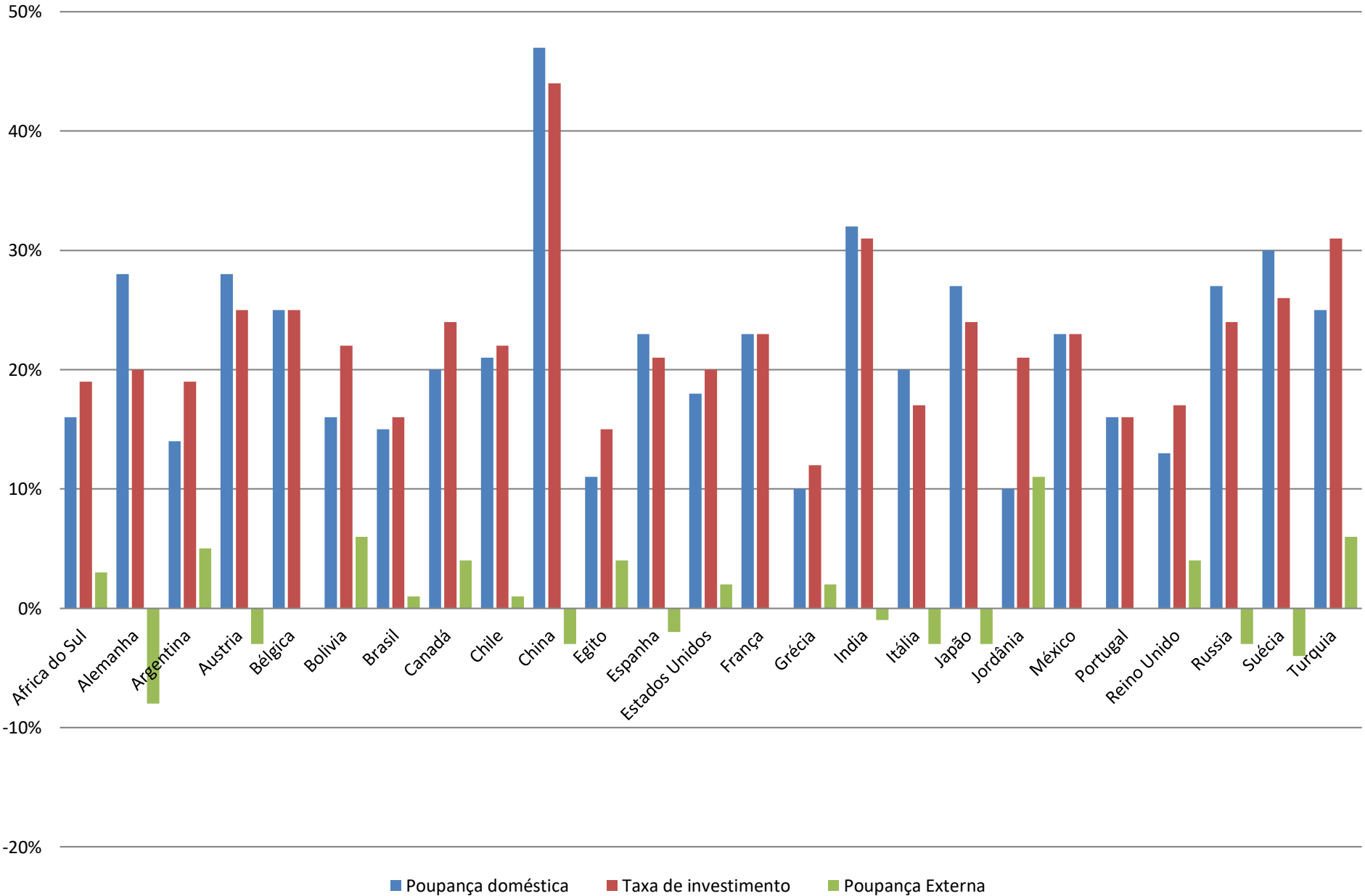
Pesquisador Nível IB do CNPq

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 Ricos (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)

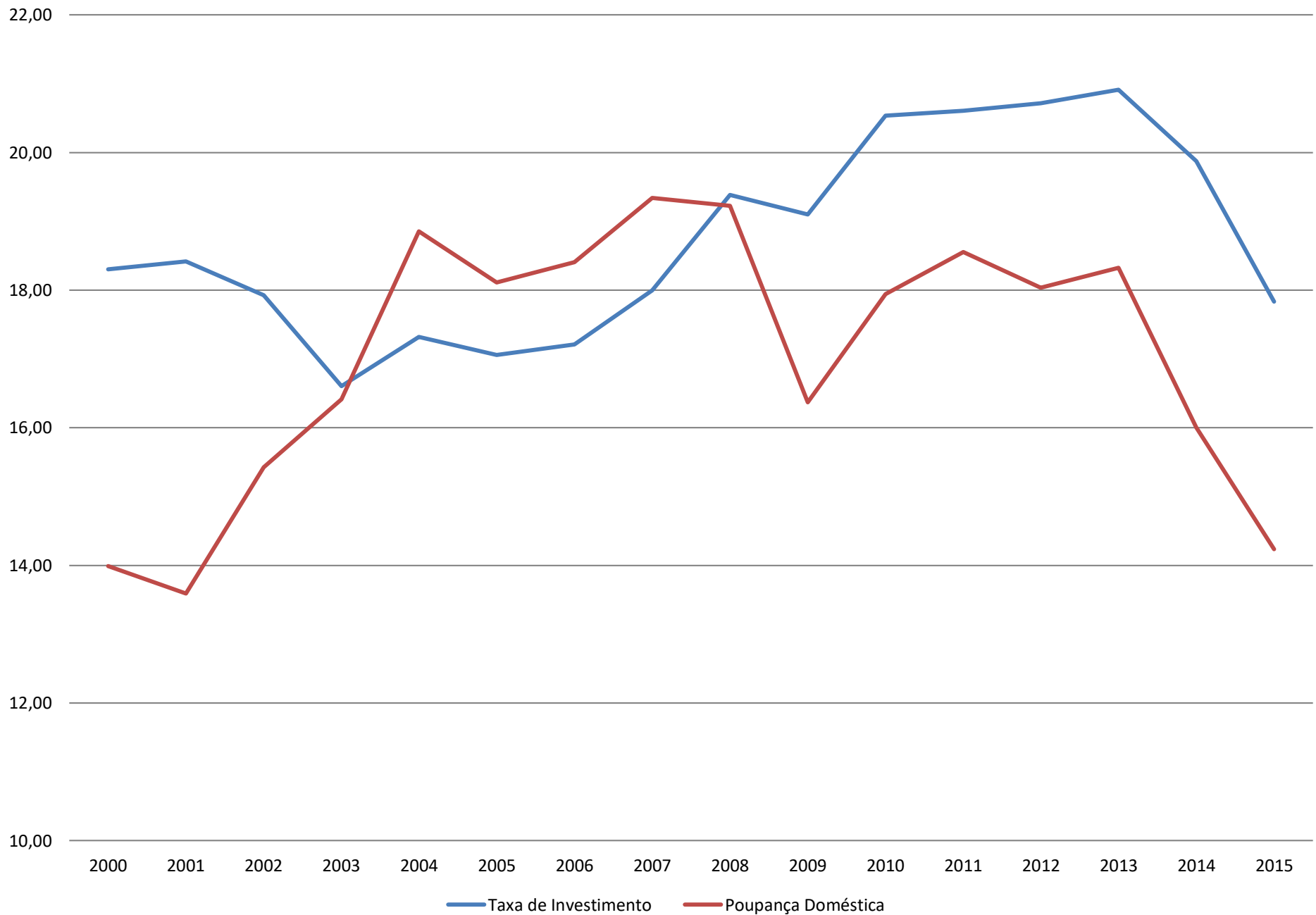
| | Taxa de Investimento | Poupança Doméstica | Poupança Externa |
|---------------|----------------------|--------------------|------------------|
| Africa do Sul | 19% | 16% | 3% |
| Brasil | 16% | 15% | 1% |
| China | 44% | 47% | -3% |
| India | 31% | 32% | -1% |
| Russia | 24% | 27% | -3% |
| Média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

Fonte: Banco Mundial

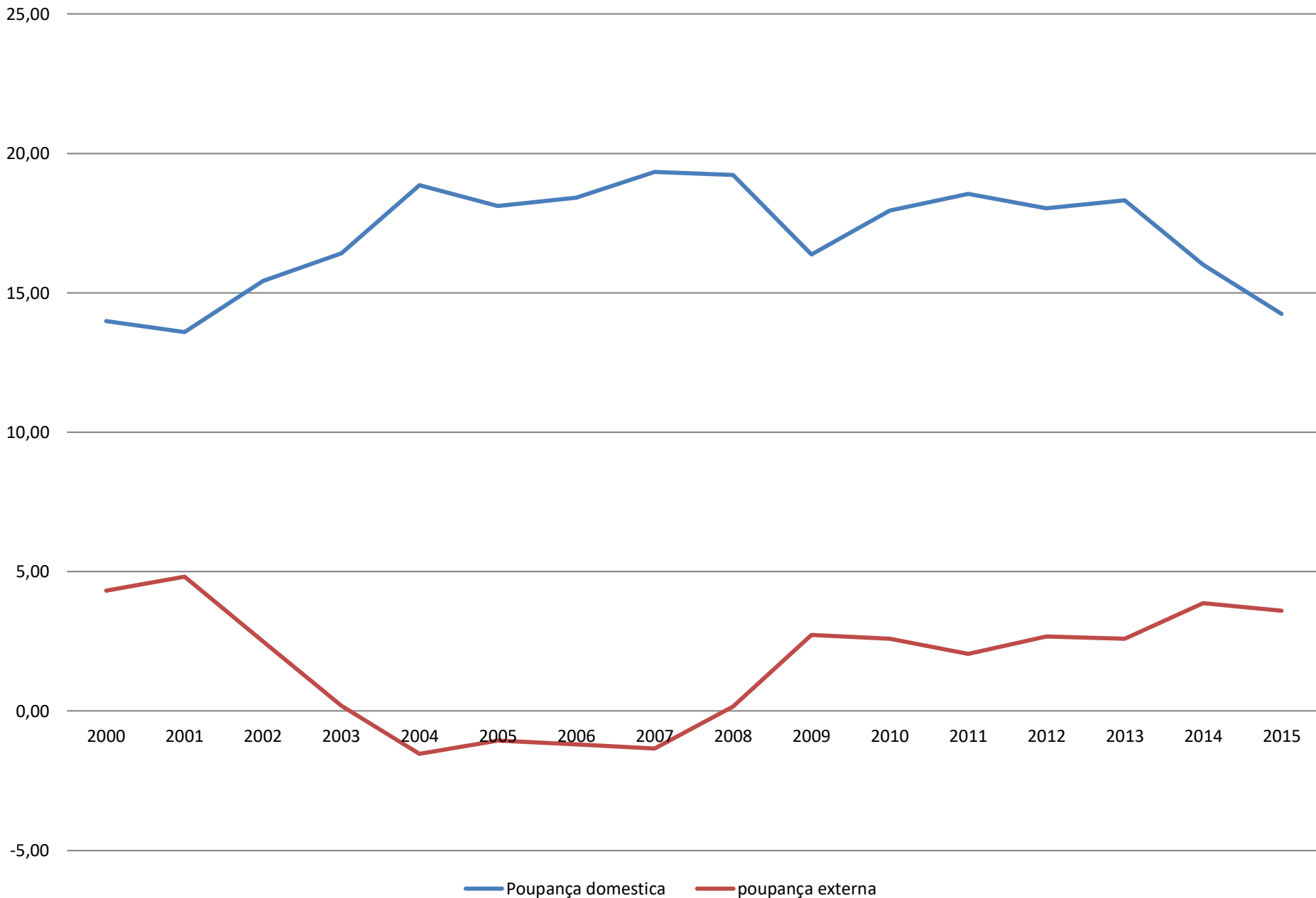
Investimento e Poupança nas três grandes economias da América Latina (Banco Mundial, 2017)

| | 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% |

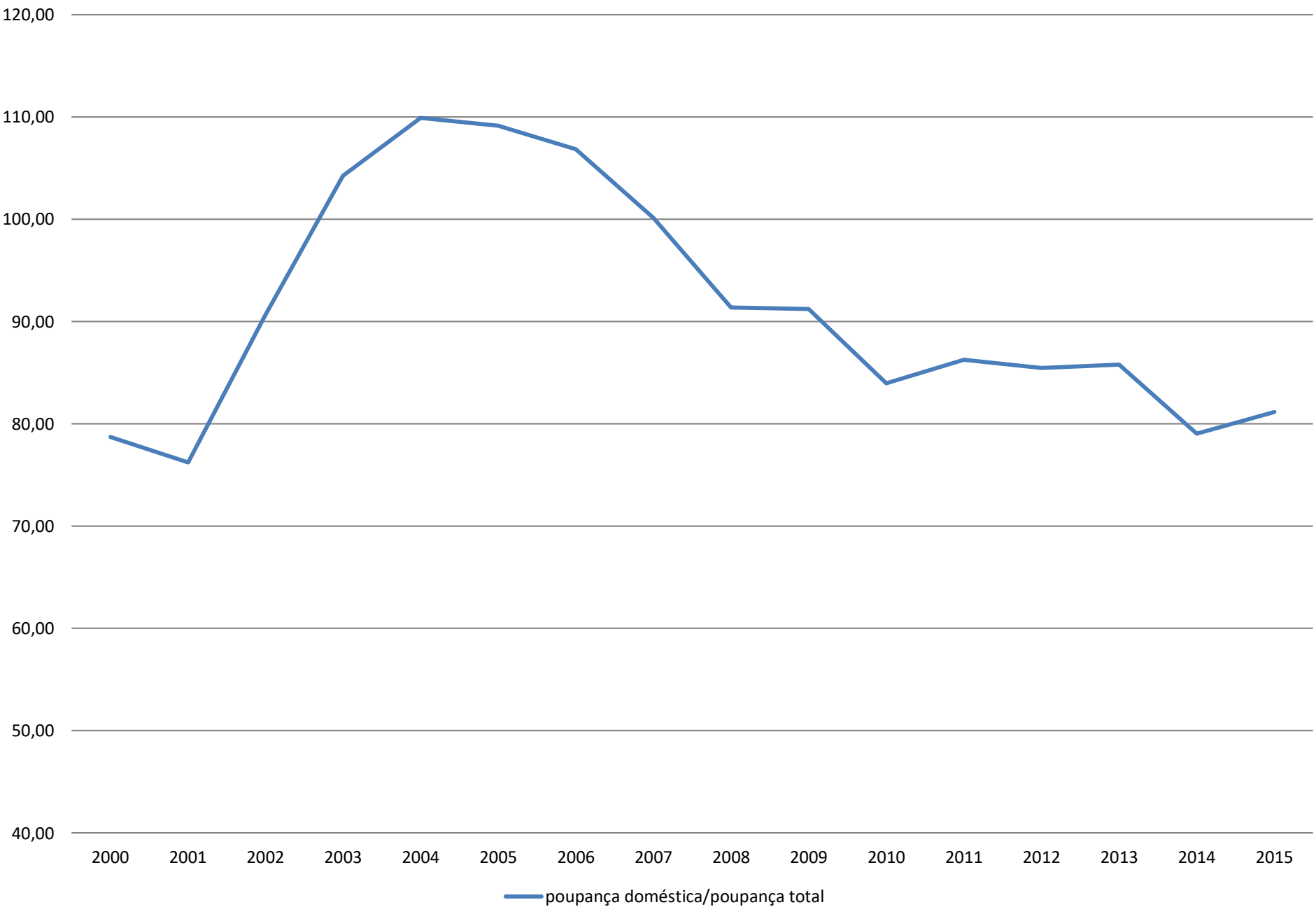
Taxa de Investimento e Poupança Doméstica como % PIB (2000-2015)



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



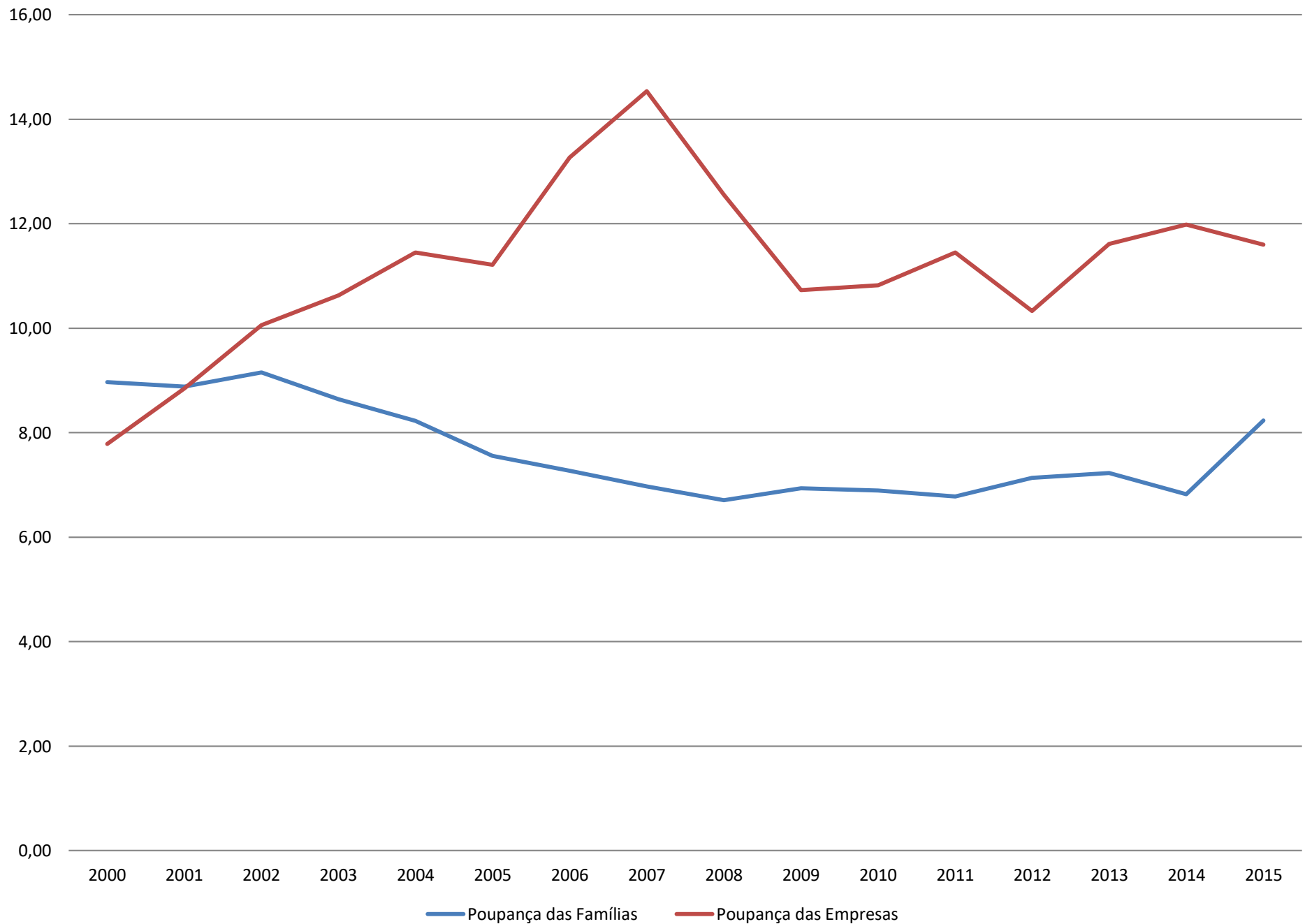
Poupança Doméstica como % da Poupança Total (2000-2015)



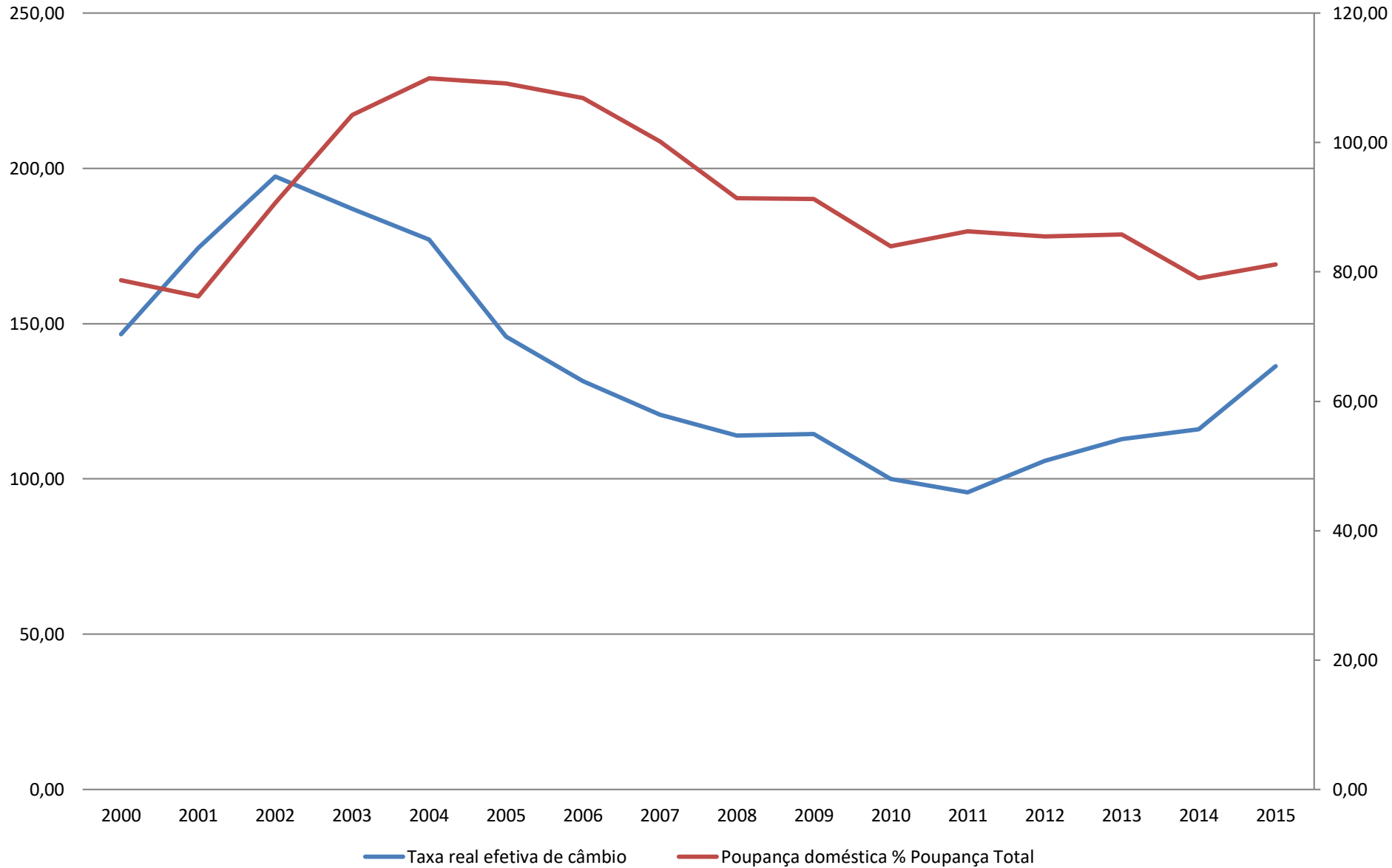
Poupança do Governo e Poupança Externa % PIB (2000-2015)



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.

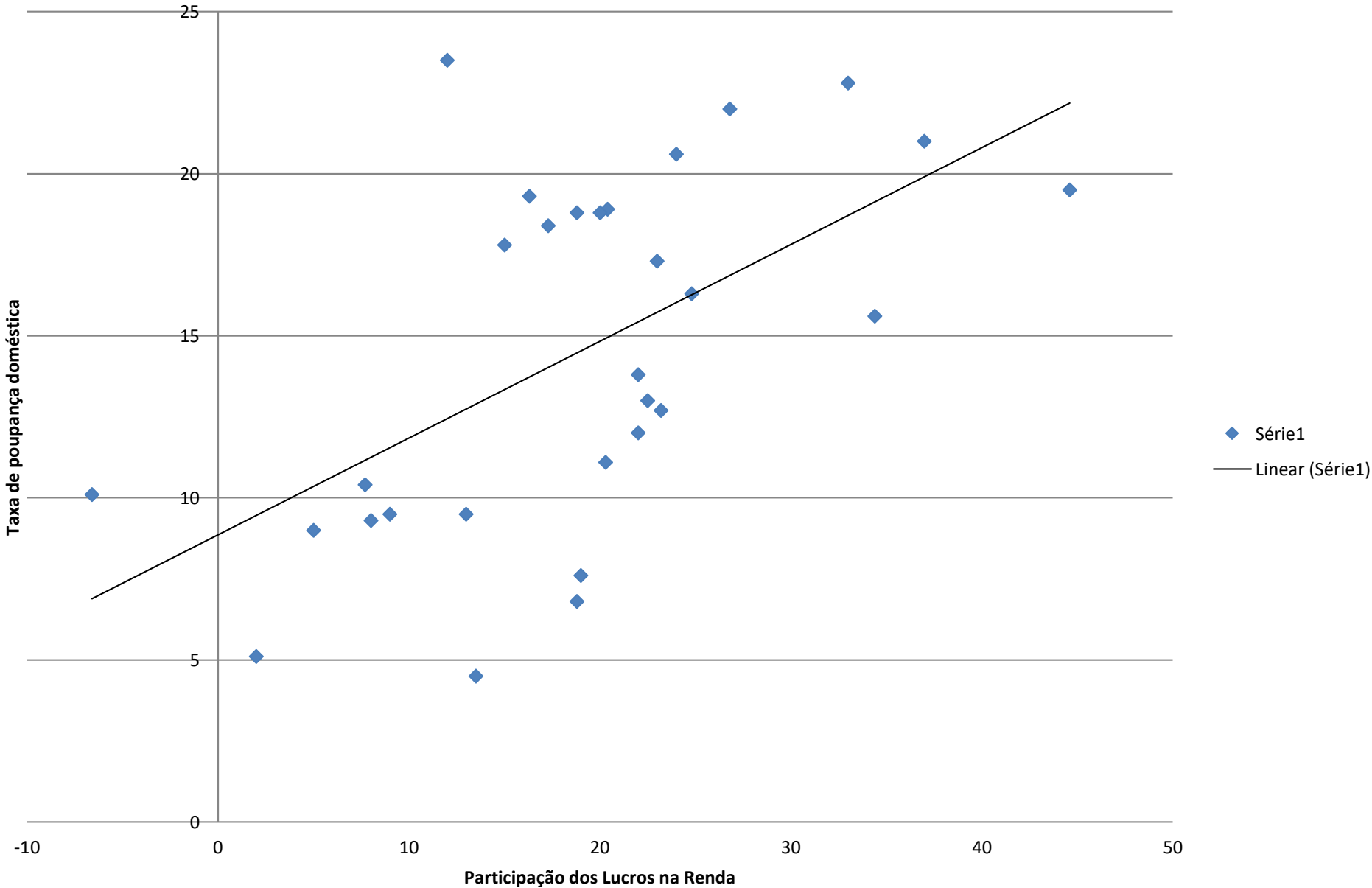
A Poupança Doméstica na Teoria Keynesiano-Estruturalista

- 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.

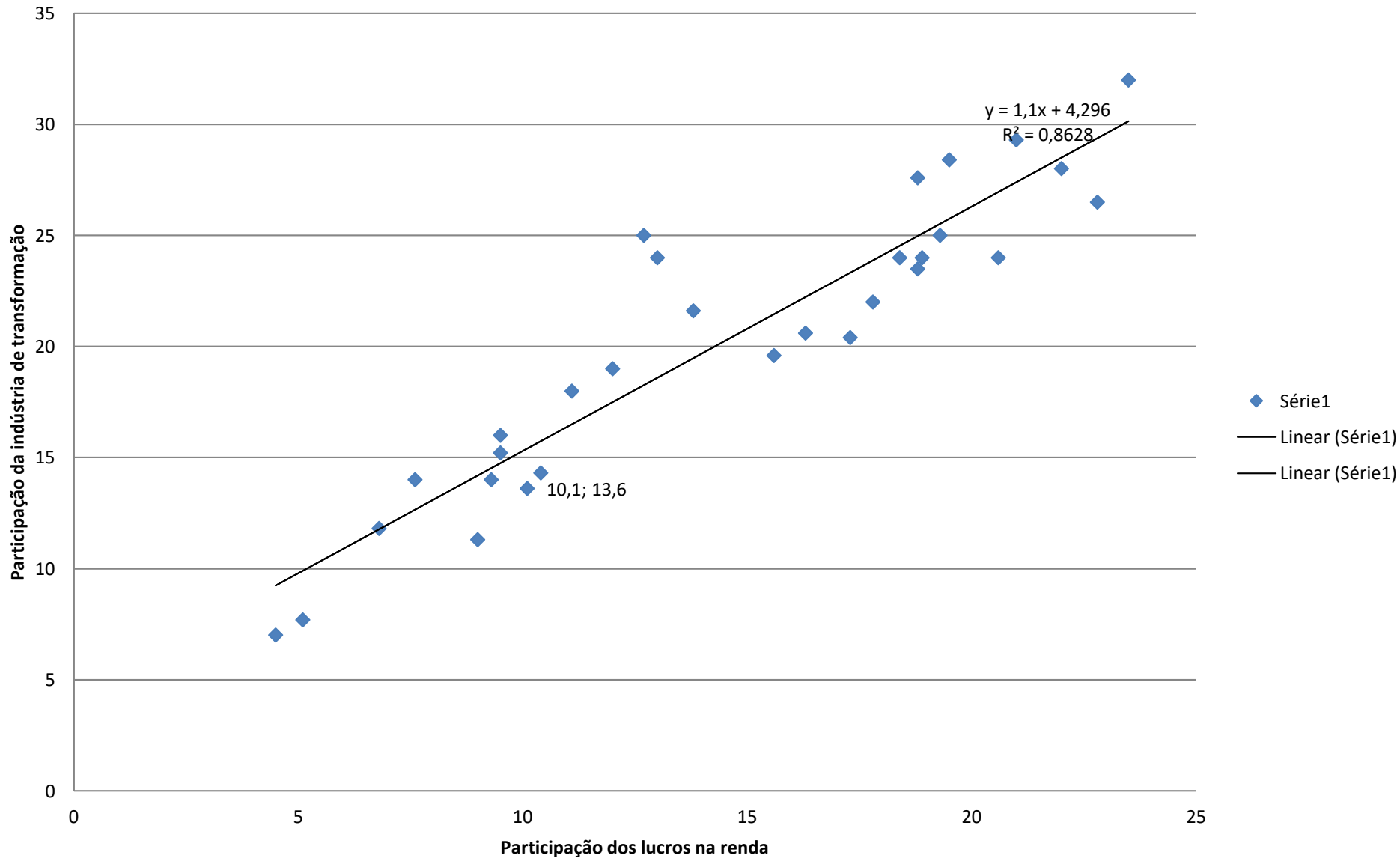
| País | Taxa de Poupança | profit share | Manufacturing share |
|---------------|------------------|--------------|---------------------|
| Singapura | 44,6 | 19,5 | 28,4 |
| Coreia do Sul | 37 | 21 | 29,3 |
| Indonesia | 34,4 | 15,6 | 19,6 |
| Tailandia | 33 | 22,8 | 26,5 |
| Brasil | 26,8 | 22 | 28 |
| 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

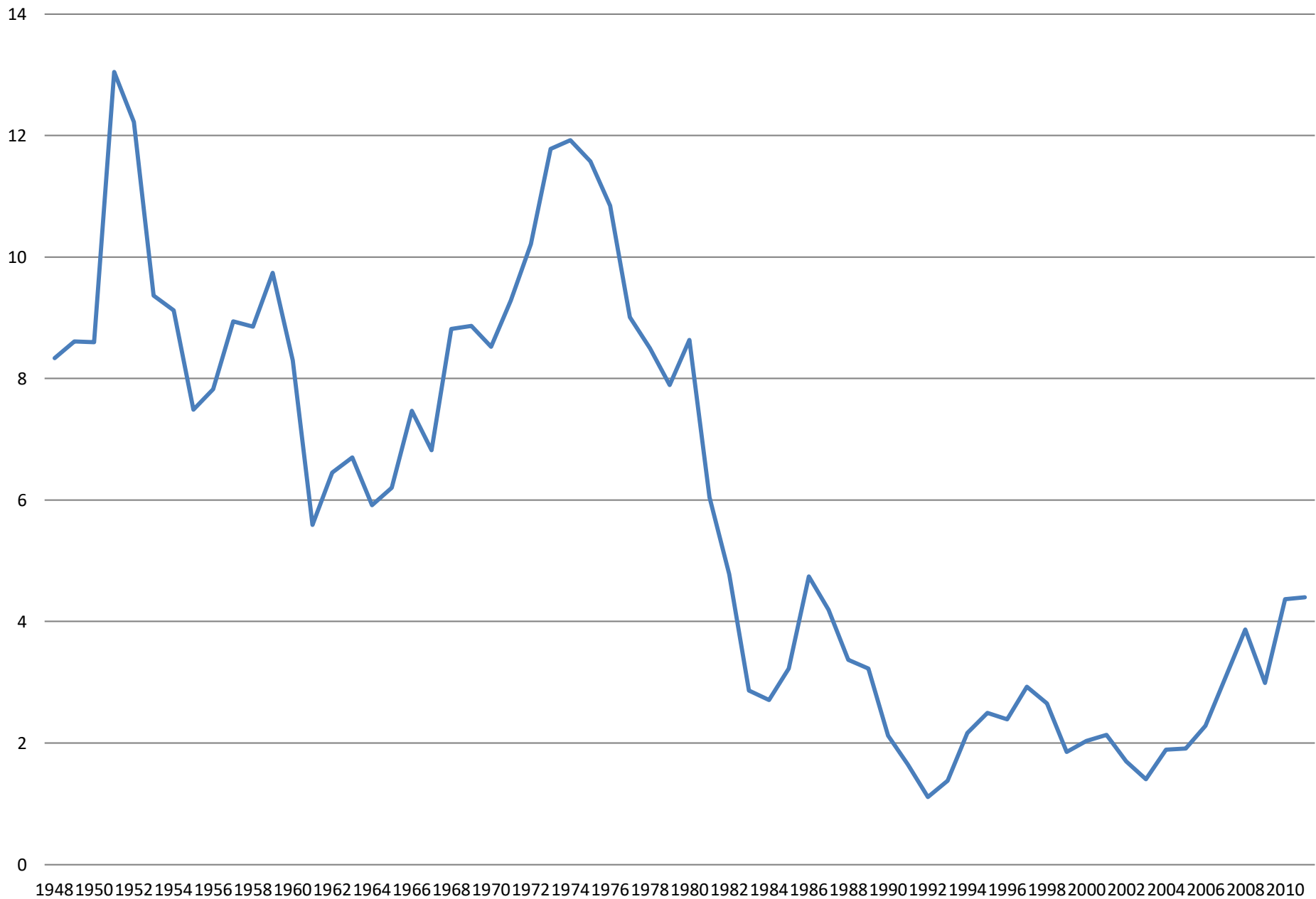
$$\frac{S_F}{Y} = \varepsilon \frac{P}{VAM} \frac{VAM}{Y} = \varepsilon \pi_M \alpha_M$$

Onde: ε é o coeficiente de retenção de lucros das firmas; π_M é a participação dos lucros no valor adicionado na manufatura; α_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+CSSL) | Nova alíquota (IRPJ+CSSL) | 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 |
| Var% 1980-2012 | -43,53% | -10,42% | +1,53% | -19,93% |

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% |
| Var% 1980-2012 | -10,42% | +9,53% | -22,44% | +10.500% |

Contato



- E-mail:
 - joreirocosta@yahoo.com.br.
- Web-Site
 - www.joseluisoreiro.com.br.
- Blog:
 - www.jlcoreiro.wordpress.com.